ANÁLISIS

ECONOMÍA

CRISIS Y BASES DE UNA POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN

Gabriel Loza Tellería

Enero 2025[1]

FRIEDRICH EBERT STIFTUNG

CRISIS Y BASES DE UNA POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN

1 Documento elaborado con información oficial disponible al público al 31 de diciembre de 2024.

Índice

1. ANTECEDENTES 4

2. ENFOQUES MUY CONTRAPUESTOS SOBRE LAS CAUSAS DE LA SITUACIÓN CRÍTICA DE LA ECONOMÍA BOLIVIANA 5

3. MAL PUNTO DE PARTIDA ¿CUÁL CRISIS? 7
3.1. La crisis actual no es la misma que la crisis de 1982-1985 7
3.2. La crisis, déficits mellizos, empezó el 2014 8
3.3. Indicadores de vulnerabilidad externa y fiscal 9
3.4. El surgimiento y estallido de la crisis cambiaria 10
3.5. La tormenta perfecta 12
3.6. El descontrol del Programa Fiscal Financiero 12

4. MAL PUNTO DE LLEGADA: MÚLTIPLES PROPUESTAS CONTRAPUESTAS 14

5. LA CRISIS FISCAL ESTÁ ASOCIADA AL GASTO DE CAPITAL Y A LA INVERSIÓN 15
5.1. El déficit fiscal está asociado a los Gastos de Capital 15
5.2. El ajuste fiscal tendrá impacto en el crecimiento 16

6. LA CRISIS DE DIVISAS NO ES UN PROBLEMA DE DÉFICIT COMERCIAL ELEVADO NI PERSISTENTE QUE SE RESOLVERÍA CON LA DEVALUACIÓN 17
6.1. La crisis de divisas se debe a la caída del volumen de las exportaciones y especialmente de las de hidrocarburos 17
6.2. Incremento del precio internacional de las importaciones 18
6.3. Crisis estructural de las exportaciones 18

7. LA CRISIS DE DIVISAS NO SE DERIVA DE UN ELEVADO SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA 20
7.1. La crisis de divisas no se deriva de un elevado servicio de la deuda externa 20
7.2. Seguir a las devaluaciones de los países vecinos 20
7.3. Salida de capitales y contrabando 21

8. FONDO DE ESTABILIZACIÓN: REQUISITO PREVIO 23
8.1. Antecedentes 23
8.2. Características del Fondo Soberano, de Estabilización y de Reservas (FER) 24
8.3. Usos y destinos de los recursos 24

9. ELEMENTOS DE UN AJUSTE FISCAL Y MONETARIO 26
9.1. Ajuste fiscal 26
9.2. Opciones de política cambiaria 26

10. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES 28

1.

ANTECEDENTES

En un documento de la FES, Loza (2017) ya había advertido que "el modelo se ha centrado en el dinamismo del gasto público y, en especial, en la inversión pública…puede sobrecalentarse" y que en la medida que las empresas públicas son el actor central del rol del Estado en el crecimiento económico, es necesario que contribuyan a la generación del excedente económico y "De no cumplir este rol, sería uno de los factores de explicación de agotamiento del modelo en los próximos años"[2].

En junio de 2023, en otro documento de trabajo de la FES sobre la escasez de divisas que irrumpió en febrero, Loza (2023) concluía que "la alta vulnerabilidad externa es de carácter estructural, puesto que está relacionada con los fundamentos económicos asociada a déficit fiscales por 9 años consecutivos entre 2014 - 2022 y su financiamiento con deuda interna y externa, y se espera continue la tendencia"[3].

Si bien los datos macroeconómicos nos muestran una situación económica con un crecimiento del PIB de 2,1% interanual al tercer trimestre y una inflación a doce meses a enero de 2025 de 12,05% que señala que entramos a una inflación de dos dígitos, las encuestas de percepción ciudadana y la sensación térmica señalan que atravesamos por una situación preocupante expresada en la escasez critica de divisas desde inicios de 2023, calificada de transitoria, que dio lugar al surgimiento de un tipo de cambio paralelo y al aumento sostenido de los precios, especialmente de los alimentos, en un contexto de una aguda escasez de combustibles.

En este contexto, el objetivo del presente trabajo, que es un ampliación del Memorándum de Política de Estabilización elaborado por el autor en noviembre de 2024[4], es analizar las causas estructurales e inmediatas de esta situación crítica que están relacionadas con la alta vulnerabilidad externa y fiscal de la economía boliviana, que puede desembocar en una estanflación, para derivar medidas de corto plazo que permitan enfrentar la crisis cambiaria y fiscal para retomar la senda del crecimiento con estabilidad de precios.

Para tal efecto está estructurado en tres partes. La primera dedicada a la necesidad de contar con un punto de partida que contenga una caracterización de la crisis cambiaria-fiscal (secciones 2 al 4), la segunda, orientada a criticar caracterizaciones parciales centradas en el gasto corriente fiscal, en el déficit comercial y elevado servicio de la deuda (secciones 5,6 y 7) y, en la tercera parte, que contiene la propuesta de un Fondo de Estabilización de Reservas como requisito previo de un ajuste fiscal y monetario. Al final, se presentan las conclusiones y recomendaciones.

2 Loza, G. (2017). Hacia una mirada diferente de la macroeconomía. Octubre 2017. Análisis No3/2017. FES Bolivia. https://library.fes.de/pdf-files/bueros/bolivien/20322.pdf

3 Loza, G. (2023). Bolivia: Desequilibrio Externo ¿Transitorio o Estructural? Junio 2023, p.17.

4 Loza, G. (2024). Memorándum de Política de Estabilización, dirigido al Ministro de Economía y Finanzas Publicas. 11 de noviembre de 2024.

2.

ENFOQUES MUY CONTRAPUESTOS SOBRE LAS CAUSAS DE LA SITUACIÓN CRÍTICA DE LA ECONOMÍA BOLIVIANA

El principal obstáculo que enfrentamos los bolivianos es que no tenemos un consenso mínimo en muchos temas, pero principalmente del tipo de crisis que se atraviesa, de sus causas inmediatas y ni siquiera de las causas mediatas que se remontan a la fase de declinación iniciada en 2015, después del fin de la etapa del auge del súper ciclo de los *commodities* (2004-2014), cuando empezaron a caer las reservas internacionales y aparecer los déficits fiscales y de la cuenta corriente de la balanza de pagos, los llamados déficits mellizos y, especialmente, a la reversión de una balanza superavitaria de combustibles a una balanza deficitaria.

Así, para la oposición, la corriente del negacionismo, algunos buenos resultados macroeconómicos, si es que los hubo, se debieron al súper ciclo de los commodities, en especial del gas, es decir a la buena suerte. En cambio, para el Gobierno y para la nueva oposición de un sector del MAS que fue Gobierno hasta 2019, la corriente del triunfalismo se debió a las buenas políticas económicas y al cambio político iniciado en 2006, en el que contribuyó la nacionalización de los hidrocarburos y la aplicación del **modelo productivo, social y comunitario (PSC)** que preservó la estabilidad cambiaria y de precios, así como el crecimiento.

Así, no hay un mínimo de consenso de **las causas o factores que generaron la situación actual y los enfoques son a su vez más divergentes y enconados.** La oposición tradicional culpa a las malas políticas económicas y al cambio político en 2006 que implantó el modelo estatista y que llevó al despilfarro económico y a la corrupción. Para la nueva oposición de un sector del MAS se culpa a la mala gestión del presidente Luis Arce: "La gente recordará su gestión (de Luis Arce) por la crisis y el desabastecimiento, mientras a nosotros nos recordarán por la estabilidad y el crecimiento", dijo el expresidente Evo Morales[5].

Para el Gobierno, la escasez de divisas, el alza de precios y la escasez de combustibles se debe a la mala suerte, a la crisis internacional y a la mala política de hidrocarburos en exploración y explotación, pero de ninguna manera a la aplicación del modelo Productivo Social Comunitario (PSC). Así, por una parte, actualmente recién reconoce factores externos, como la crisis internacional, con el incremento del costo de los contenedores a nivel internacional y a la inflación importada, pese a que se suponía que la economía estaba "blindada". Y, por otra parte, atribuye a factores internos, como la especulación del dólar y de los alimentos, al bloqueo de carreteras, la oposición en la Asamblea a los préstamos externos y al contrabando a la inversa[6]. El punto central es que el Gobierno actual ha atribuido al descuido de las inversiones en exploración y explotación de YPFB ("estamos viviendo en 2023 lo que no se hizo hace siete años") y que no es culpa del modelo PSC, sino de una "falla humana": "No podemos decir que algo ha fallado si no se ha aplicado estrictamente en su integridad, si hubo una falla humana o un fallo de autoridades de ese momento de hidrocarburos, no le podemos echar la culpa al modelo"[7].

Por tanto, partimos muy mal, puesto que, para unos, el modelo está agotado, para otros el modelo está bien, pero su gestión mal y para el Gobierno el modelo goza de buena salud, no es culpable y sigue vigente, aunque recientemente se reconoció la necesidad de que "el modelo como tal va a ser reajustado, va a tener modificaciones, que se van a adaptar a las circunstancias, pero sin olvidar los pilares, que

5 https://www.la-razon.com/economía/2024/11/29/morales-al-gobierno-teniendo-el-modelo-económico-en-sus-manos-destruye-la-economía/

6 Pese a las presiones inflacionarias externas, el costo de vida en Bolivia se mantiene como uno de los más bajos de América Latina | MEFP

7 https://www.la-razon.com/economía/2024/11/28/montenegro-reivindica-el-modelo-económico-y-admite-que-tuvo-falla-humana/

8 https://www.la-razon.com/economía/2025/01/05/el-modelo-económico-se-modificará-para-alinearse-con-las-dinámicas-internacionales/

son la nacionalización, la industrialización y la redistribución de ingresos"[8]. Empero, más que hablar de modelos **es más práctico hablar del tipo y combinación de las políticas económicas aplicadas**, especialmente las políticas monetaria y fiscal, y de las que se necesitan para enfrentar la situación de emergencia actual, ya sea se denomine como crisis o no, pero que está llevando a la economía del país a una probable espiral inflacionaria con consecuencias negativas en la producción, el empleo y en el bienestar de la población. Y esta falta de una mirada común o diagnóstico consensuado es grave, puesto que es equivalente a internar a un paciente a la clínica sin saber si lo llevamos a emergencias y cuidados intensivos o simplemente esperamos el turno para que le hagan un tratamiento ambulatorio.

8 https://www.la-razon.com/economía/2025/01/05/el-modelo-económico-se-modificará-para-alinearse-con-las-dinámicas-internacionales/

3.

MAL PUNTO DE PARTIDA: ¿CUÁL CRISIS?

En la medida de que existen enfoques muy divergentes entre el Gobierno y la oposición (tradicional y nueva) y además entre los economistas sobre el estado de la situación económica actual que atravesamos, se propone definir **un punto de partida**, un Mínimo Común Denominador, centrado en el corto plazo[9] y focalizado a enfrentar los epifenómenos, como el surgimiento del dólar paralelo, la escasez de divisas, de alimentos y combustibles, pero que están asociados a un problema más de fondo, como es la extrema vulnerabilidad externa y fiscal de la economía boliviana que se ha agudizado en 2023 y en el 2024, que ha dado lugar a que el **motor de la economía, el gasto público y en especial la inversión pública, se haya quedado sin combustible y sin divisas y, por lo tanto, no sólo se sobrecalentó el modelo, sino que podría llegar a fundirse.**

El obstáculo que se presenta es la falta de estadísticas actualizadas. A la fecha, excepto en el IPC, se cuenta con datos de deuda interna del TGN a octubre de 2023, deuda interna del BCB a noviembre de 2024, balance fiscal 2023, balanza de pagos a septiembre de 2024, balanza comercial, balanza cambiaria y deuda externa a noviembre, agregados monetarios, crédito interno del BCB al sector público y PIB al primer semestre de 2024, que dificultan un diagnóstico preciso del paciente, pues es equivalente a operarlo sin conocer todos sus síntomas y sin contar con todos sus análisis. El resultado es que la oposición magnifica la crisis, el Gobierno la minimiza y para la CAINCO el país está "al borde del colapso".

3.1. La crisis actual no es la misma que la crisis de 1982-1985

Es importante precisar como punto de partida que NO estamos actualmente en una crisis similar a la de 1982-1985, aunque tengan elementos en común, como el elevado déficit fiscal y la alta expansión del crédito del BCB al sector público (Cuadro 1).

En 1982-1985, **la restricción externa fue dominante**. Por una parte, la **crisis de deuda externa** derivó en una crisis fiscal y cambiaria para terminar en un proceso hiperinflacionario y recesivo. La expansión del crédito interno del BCB al sector público tuvo un fuerte impacto y una alta relación con la inflación (cercana a uno). Por otra parte, simultáneamente hubo un **shock de términos de intercambio del 30% y una caída de las exportaciones**, como consecuencia del desplome de los precios del estaño. Así, la crisis fue gatillada por el alza de la tasa de interés internacional que generó un shock de la deuda externa, puesto que en Bolivia representaba el 62,4% del PIB y el nivel de reservas internacionales netas fue negativo (-1.2% del PIB en promedio).

A noviembre de 2024, la relación de la deuda externa con el PIB era de 26,8% y hasta esa fecha la caída de las exportaciones no estaba relacionada con los términos de intercambio, los cuales se mantuvieron relativamente estables, **sino con la caída en el volumen de las exportaciones y en especial**

Cuadro 1.
Crisis comparadas: 1982-1985 versus 2018-2024 en porcentajes

	Crec. PIB %	Inflación	DF/PIB %	DCC/PIB %	RIN/PIB %	DEP/PIB %
1980 - 1986	-1,5	1837,0	-14,1	-3,7	-1,2	60,1
2018 - 2023	1,7	2,3	-9,4	-1,7	12,7	28,8
2024*	2,6	9,9	9,97	-1,4	4,1	26,8

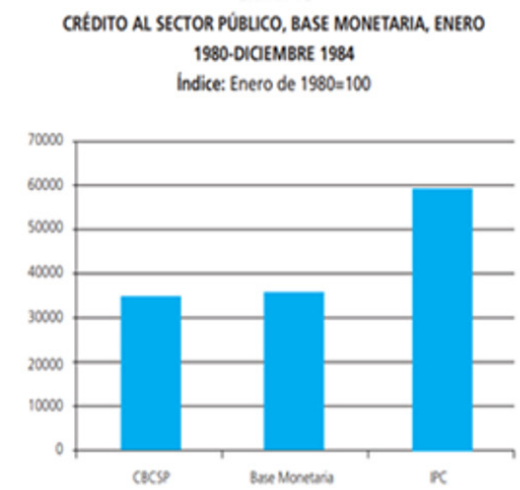
Fuente: Elaboración propia con datos oficiales a 2023. *Datos oficiales disponibles a 2024, DCC (Déficit Cuenta Corriente) a septiembre de 2024. DEP: deuda externa pública. DF (déficit fiscal) estimado por FMI

9 Es necesario priorizar los problemas más acuciantes de corto plazo, puesto que como decía Keynes en el largo plazo "todos estamos muertos".

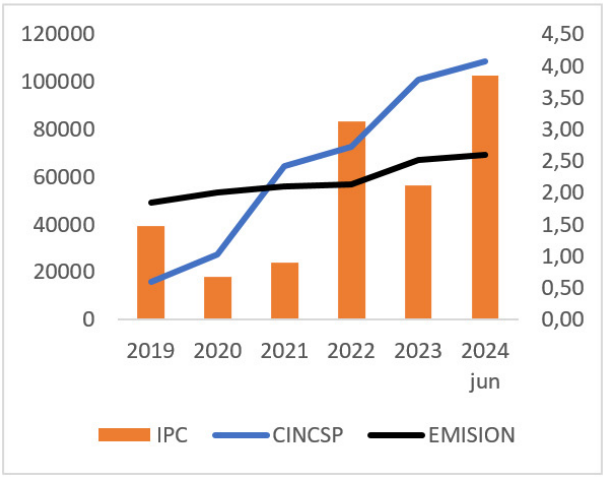
de hidrocarburos. El nivel de las reservas internacionales netas (RIN) al 31 de diciembre de 2024 era positivo, cercano al 4% del PIB. Para las calificadoras de crédito como Fitch Rating "no parece probable un evento de default"[10].

boliviana desde los años cincuenta. Se avanzó en el cumplimiento de los objetivos de reducción de la pobreza extrema (17 puntos porcentuales de una tasa de 34,5% a 17,1%) y en la desigualdad (0,10), al bajar de 0,60 a 0,50,

Gráfico 1.
Oferta Monetaria e Inflación: 1982-1984 y 2019-2024. Variaciones porcentuales



Fuente: Elaboración propia con datos UDAPE (1990)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCB. IPC: Nivel de precios.

Lo que llama la atención y merece explicación aparte es que en la crisis de 1982-84, la base monetaria tuvo una alta relación con la inflación debido a la expansión del crédito del BCB al sector público (CINSP), como se observa en el Gráfico 1. El enfoque monetario de balanza de pagos, que en realidad es un enfoque fiscal, establece que la expansión de la base monetaria a través del crédito del BCB al sector público explica la inflación, con una relación casi uno a uno[11]. En cambio, entre 2019-2023, pese a que el crédito se expandió en seis veces desde 2019, el nivel de precios se multiplicó sólo por 1.2. Una explicación preliminar es que la caída de las RIN jugó un papel importante en los factores de contracción de la base monetaria y que la Emisión Monetaria sólo se expandió en 1,4 veces. Sin embargo, la relación puede cambiar a finales de 2024 y en 2025. Así, al primer semestre de 2024 mientras que el CINSP se expandió en un 7,3%, los precios subieron en 3,8% y la emisión en 3,2% (Gráfico 1).

3.2. La crisis, déficits mellizos, empezó el 2014

A partir de la nacionalización de los hidrocarburos, entre 2004-2014, no hubo una década perdida, como predica el negacionismo, puesto que el crecimiento del PIB fue mayor a la década precedente (1990-2003) y a la posterior (2015-2024). **Fue una década con equilibrio fiscal y superávit en balanza de pagos que no atravesó la economía** superando a la década 1990-2003. En cambio, tanto en 1990-2003, antes de la nacionalización, así como entre 2015-2024 se registraron déficits mellizos crónicos. En este último periodo, negado por el triunfalismo, los déficits que marcan la declinación del ciclo fueron consecutivos por 10 años, con unos máximos en 33 años, en 2020 (-12,7%) y 2023 (-10,9%) respecto al PIB. Sin embargo, lo importante fue que en 2015-2023 continuó reduciéndose la pobreza y la desigualdad; se redujo la indigencia (cinco puntos porcentuales) a 11,9% y la desigualdad (0,07) con un coeficiente de Gini a 0,43 (Cuadro 2).

10 https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-bolivia-to-ccc-24-01-2025
11 Loza, G. (2015). Breve reseña monetaria de Bolivia. Banco Central de Bolivia. (R2 =0,975)

Cuadro 2.
Cumplimiento de los objetivos de Política Económica Inclusiva. En porcentajes

	Desempleo %	PIB Tasa %	Inflación %	Saldo fiscal %PIB	Saldo CC %PIB	Indigencia %	Gini %
1990-2003	5,8	3,4	7,7	-4,6	-4,8	34,5	0,6
2004-2014	5,3	4,9	6,3	0,3	5,9	17,1	0,5
2015-2023	4,9	2,7	2,2	-8,5	-2,5	11,9	0,4
2024*	3,4	2,6	9,97	-7,8	-1,4		

Fuente:Elaboración propia con datos oficiales a 2023 y disponibles a 2024. Saldo fiscal estimado por PFF. Nota: Los datos de pobreza extrema o indigencia y Gini son a fin de período. CC: Cuenta Corriente.

Para todo el 2024 y el 2025 se estima la continuación de los déficits mellizos, la desaceleración del crecimiento del PIB y el aumento de la **inflación, especialmente de alimentos, debido a la ruptura de la estabilidad cambiaria y la devaluación de facto.** Lo más preocupante es que probablemente se frene la reducción de la extrema pobreza y de la desigualdad.

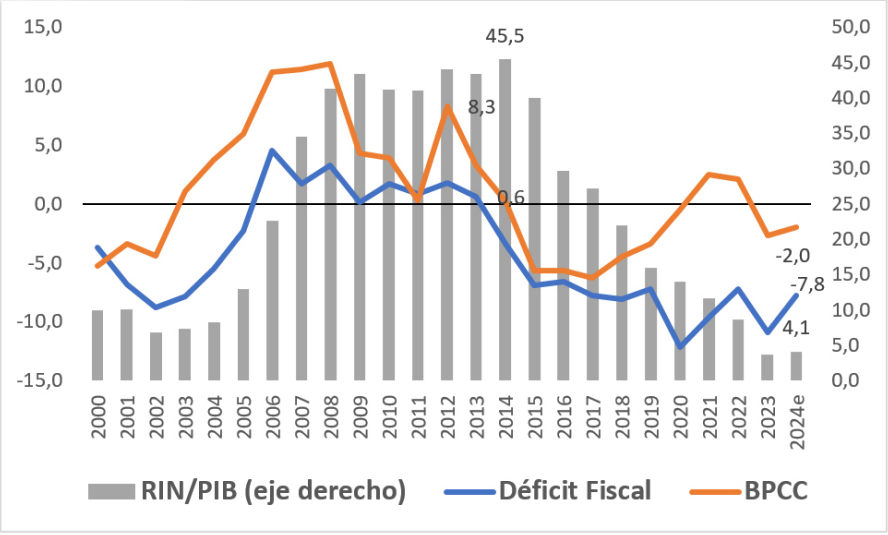
3.3 Indicadores de vulnerabilidad externa y fiscal

Los indicadores de vulnerabilidad externa y fiscal miden el grado de exposición y la capacidad de respuesta de un país ante eventos como un shock externo y el cambio en las condiciones del entorno internacional. Los indicadores más conocidos, simples y también utilizados por agencias calificadoras de crédito y que están relacionados con la vulnerabilidad macroeconómica, son el balance fiscal y la cuenta corriente de Balanza de Pagos, el nivel de las reservas internacionales netas, la Posición de Inversión Internacional y la situación del sistema financiero.

El sistema financiero nacional ha mostrado una gran fortaleza en la fase de declinación desde 2014 y continuó con el proceso de bolivianización de los depósitos (91,1%) y cartera (99,5%), y salvo un episodio muy puntual, como la liquidación del Banco FASSIL, a principios de 2023, presenta a noviembre de 2024 buenos indicadores de liquidez y solvencia, un Coeficiente de Adecuación Patrimonial 13,7%, por encima del mínimo de 10%, y un índice de mora del 3,4%, similar al promedio de la región[12].

La vulnerabilidad externa y fiscal se inició en 2014 con el déficit fiscal de 3,4% y en 2015 con un déficit de la cuenta corriente de balanza de pagos (BPCC) de 5,7% del PIB que marcaron la fase de declinación de las RIN, desde un nivel equivalente a 45,5% del PIB hasta llegar a un mínimo del 3,7% del PIB en 2023, año de inicio de la crisis cambiaria, para continuar en 2024 con un 4,1% del PIB, niveles más bajos que en inicios de los 2000, del denominado modelo neoliberal (Gráfico 2).
La Posición de Inversión Internacional (PII), que mide la

Gráfico 2.
Extremada vulnerabilidad fiscal y externa de la economía boliviana. En porcentaje del PIB



Fuente:Elaboración propia con datos del BCB y MEF. Año 2024: RIN a diciembre de 2024, Déficit Fiscal PFF 2024 y estimación propia de la balanza en cuenta corriente (BPCC).

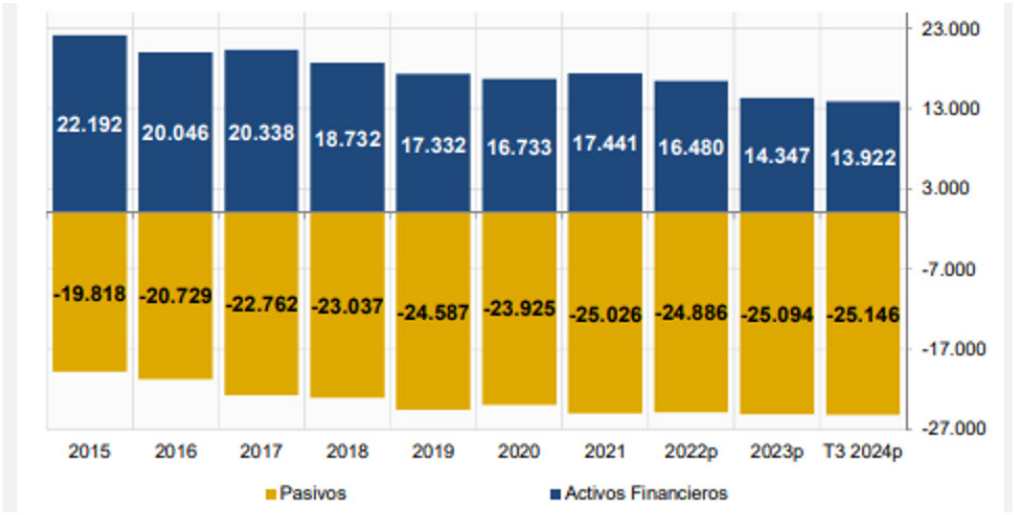
12 https://www.asfi.gob.bo/images/INT_FINANCIERA/DOCS/Estadísticas/Indicadores/CifrasMensuales.pdf

relación entre las tenencias de activos y pasivos externos de un país con el resto del mundo, es un importante indicador de su vulnerabilidad frente a las perturbaciones externas. Si los activos externos son mayores a los pasivos externos, el país tiene una posición acreedora, como en 2015 con $us 2.374 millones, equivalente a un 7,1% del PIB (Gráfico 3). En cambio, como sucedió posteriormente, los pasivos externos crecieron y los activos externos declinaron hasta llegar al tercer trimestre de 2024 con una posición deudora de $us 11.224 millones, equivalente a un 23,2% del PIB. Otros países de la región tienen indicadores similares, por ejemplo, Chile un 18% del PIB. Una posición deudora por sí misma no es indicador de vulnerabilidad, puesto que para crecer los países se endeudan. Los problemas son la tendencia decreciente de los activos internacionales, que es el indicador que nos preocupa en este trabajo, y el problema de la sostenibilidad de la deuda que debe analizarse por separado.

consecutivos, un promedio de 8% del PIB y un máximo de 12,2% del PIB en 2020, un 10,9% en 2023 y un déficit estimado del PFF de 8,8% del PIB y del FMI de 10,4% del PIB. Los déficits mellizos (déficits fiscales combinados con déficit en cuenta corriente) se dan entre 2014-2019 y vuelven en 2023 y 2024. Conceptualmente, lo que determina la posición de cuenta corriente es la brecha ahorro-inversión, que en el sector público es el déficit fiscal. Estadísticamente, la correlación entre el déficit en cuenta corriente y el déficit fiscal entre el año 2000 a 2024 es relativamente alta (R2=0,74), aunque no así entre 2014-2024, y, por último, ideológicamente, la causalidad debería ser alta.

La cuestión es que las vulnerabilidades pueden transformarse en problemas, provocando crisis gatilladas, como resultado de shocks adversos o de una combinación deficiente de políticas. Bolivia registró tres shocks adversos: el primero, vía caída

Gráfico 3.
Posición de Inversión Internacional (En millones de dólares)



Fuente:Extraído del BCB (2024). Avance de cifras. Tercer trimestre. Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.

El saldo de la cuenta corriente, de un máximo superávit de 11,9% del PIB en 2009, en plena crisis financiera, el 2014 llegó a su posición de equilibrio (0,6% del PIB), para registrar fuertes déficits por cinco años consecutivos, para retornar al equilibrio en 2020 (-0,5% del PIB) y luego registrar dos años de saldo positivo (2,5% en 2021 y 2,1% en 2022), para posteriormente registrar dos años de déficit consecutivos de 2,7% del PIB en 2023 y del orden del 2% estimado en 2024. Tradicionalmente se decía que los países no pueden sostener déficits persistentes en cuenta corriente sin derivar en crisis de balanza de pagos y crisis cambiaria. Estrictamente, un déficit del nivel de caso boliviano no es una señal de alarma de desequilibrio externo, el cual estaría por encima del 4%, como registraron Chile y Colombia en 2022. Tampoco, hasta ahora, no es un déficit tan persistente o prolongado.

La vulnerabilidad macroeconómica está más asociada al persistente déficit fiscal desde 2014-2024, 11 años

del precio de los *commodities* y en particular del petróleo; el segundo, el shock interno de oferta de combustibles y el tercer shock, el cierre anunciado del mercado argentino para el gas natural boliviano. A su vez, prevaleció una combinación ineficiente de una política de cambio fijo con políticas fiscales y monetarias expansivas.

3.4 El surgimiento y estallido de la crisis cambiaria

La crisis actual es una crisis cambiaria resultante del fuerte shock externo adverso de precios en 2014-2016, advertido en Loza (2017)[13], seguido después por un shock interno de la oferta exportadora de hidrocarburos de YPFB, principal y único ofertante obligatorio de divisas y un fuerte demandante de divisas para importaciones de combustibles, que revirtió

13 https://www.researchgate.net/publication/328462167_Bolivia_Crisis_externa_y_política_cambiaria

un balance favorable de combustibles a un balance deficitario por tres años consecutivos. El shock externo y el interno generaron consecutivos flujos netos negativos de divisas que alteraron el régimen cambiario, al levantarse de facto el ancla cambiaria de la peor manera y romper su vínculo con el control de la inflación, irrumpiendo el dólar paralelo y dando inicio, de continuar la tendencia, a una probable espiral inflacionaria.

Desde 2015-2023, el país ha experimentado salidas netas de divisas consecutivas en nueve años y hasta noviembre de 2024 y, al no mover el tipo de cambio oficial, **el ajuste externo se realizó vía pérdida de RIN** (Gráfico 2). La crisis cambiaria se debe a que las RIN en **efectivo, en divisas, casi se agotaron ($us 46,8 millones en diciembre de 2024)**, cubriendo la demanda de divisas, que fue persistentemente mayor a la oferta debido a la caída de ingresos de divisas de YPFB, casi único oferente de divisas desde 1997 (Gráfico 4).

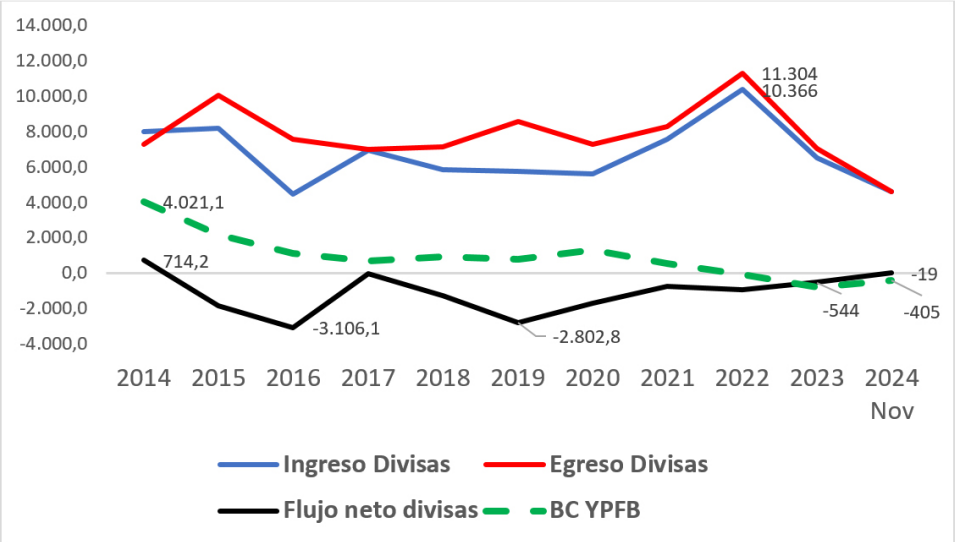
La balanza cambiaria, que mide los ingresos y egresos de divisas a través del Banco Central de Bolivia, de un saldo positivo de $us 714,2 millones en 2014 se desplomó a un saldo negativo de $us 3.106,1 millones en 2016 y continuó hasta 2019 con un saldo desfavorable de $us 2.802,8 millones hasta disminuir en 2023 a un flujo neto negativo de $us 544 millones y hasta noviembre de 2024 de $us 19 millones. Entre 2015-2024, el promedio anual del flujo negativo fue $us 1.308 millones y el flujo neto negativo acumulado de divisas de $us 13.000 millones, que es el monto de pérdida de las RIN entre diciembre de 2014 y diciembre de 2024[14].

La balanza de combustibles (ingresos y egresos de divisas de YPFB) tuvo un máximo de superávit de 4.000 millones de dólares en 2014, después declinó fuertemente hasta registrar un superávit de 516,8 millones de dólares, en 2021, a partir del cual Bolivia se convierte en importador neto de combustibles al registrar balances negativos por tres años consecutivos, entre 2022 a 2024.

Entre enero-noviembre de 2024, el saldo negativo sólo fue de $us 19 millones como consecuencia de la disminución de la demanda de divisas en 29,8%, respecto a enero-noviembre de 2023 y, si se compara con enero-noviembre de 2022, la contracción fue de 54,7%. El principal componente fue la contracción de la demanda de divisas del sector financiero privado, en 71% respecto a enero-noviembre de 2023, y del 87,9% con relación al mismo periodo en 2022. Fue un fuerte ajuste vía desplazamiento de la demanda con efectos en el aumento de la cotización del dólar paralelo. (Cuadro 3).

Los ingresos de divisas también cayeron un 23,6% respecto a 2023, pero un 51% con referencia a 2022, fue un shock de divisas. El balance de divisas de YPFB fue deficitario, llegando a enero-noviembre de 2024 a un saldo negativo de 405 millones de dólares. Adicionalmente, los flujos netos de deuda externa de una entrada positiva de 75 millones de dólares en 2022 se revirtieron a un flujo negativo de 517 millones en 2023 y a 941 millones de dólares en enero-noviembre de 2024. **Por tanto, a la caída de ingresos por exportaciones y aumento de importaciones de YPFB se sumó la salida de divisas por concepto del flujo negativo de financiamiento externo** (Cuadro 3).

Gráfico 4.
Balanza Cambiaria: 2014-2024. En millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con base en el Boletín BCB de noviembre de 2024.

14 Explicación contable a la pregunta ¿Qué se hizo con las reservas internacionales?

Cuadro 3.
Flujo de divisas: enero-noviembre de 2024. En millones de dólares

	E-N 2022	E-N 2023	E-N 2024	Var% EN 24/23	Var% EN24/ EN22
Ingresos	9378	6019	4600	-23,6	-51,0
YPFB	2455	1744	1845	5,8	-24,8
Desembolsos	1012	886	456	-48,5	-55,0
Egresos	10203	6577	4618	-29,8	-54,7
YPFB	2589	2416	2250	-6,9	-13,1
Servicio deuda	937	1403	1397	-0,4	49,0
Sector Financiero	5162	2159	627	-71,0	-87,9
Saldo	-824	-558	-19		

Fuente:Elaboración con datos del BCB. Boletín Mensual de Noviembre.

3.5. La tormenta perfecta

La tormenta perfecta o la peor combinación de los eventos negativos se dio porque la crisis cambiaria brotó en medio de una alta vulnerabilidad fiscal presente ya desde 2014, que se acentuó por la crisis del COVID, con un incremento desmesurado del crédito interno del BCB al sector público (de Bs 16,1 mil millones en 2019 a Bs 27,3 mil millones en 2020 y a Bs 101,1 mil millones en 2023), multiplicando por seis el nivel de 2019, expansión que tiene relación con la ampliación del déficit fiscal[15].

A su vez, la deuda interna del TGN, de la cual más de la mitad es con el BCB, subió de 15,7% del PIB en 2019 a 35,3% del PIB en 2022 y de Bs 107,5 mil millones en diciembre de 2022 a Bs 137 mil millones en octubre de 2023, último dato disponible, equivalente a 42,7% del PIB. La deuda interna propia del BCB creció en 2023, de un 1,1% del PIB en 2022 a un 3,4% del PIB, pero a noviembre de 2024 trepó a un 7,9% del PIB, nivel más del doble del promedio del periodo 2006-2022. El problema no es tanto la deuda externa, que representa un 26,5% del PIB, sino **el crecimiento desmesurado de la deuda interna** que incidió para que la deuda total pública se haya trepado de un 43,8% del PIB en 2019 a un 76% a octubre de 2023, último dato publicado por el TGN. El FMI (2024) estima un nivel de 88,4% del PIB para el 2023 y de 93,9% del PIB para el 2024. El promedio global de la deuda pública respecto al PIB según el FMI (2024) era de 94% para el 2024.

Por tanto, atravesamos por una alta vulnerabilidad externa de carácter estructural, de la reversión de país exportador a país importador de combustibles, relacionada con los fundamentos económicos debido a déficit fiscales por 11 años consecutivos entre 2014 - 2024 y su financiamiento con deuda interna y externa[16]. Adicionalmente, se sumó la crisis de combustibles en 2024 y que, por levantarse el ancla cambiaria de facto con el tipo de cambio paralelo, puede derivar en una espiral inflacionaria y del tipo de cambio en 2025.

3.6. El descontrol del Programa Fiscal Financiero

Llama la atención el haber desembocado en esta situación debido a que se cuenta con un Programa Fiscal Financiero (PFF) entre el MEFP y el Banco Central de Bolivia (BCB), en el cual se establecen las metas de crecimiento del PIB e inflación esperada junto con los indicadores de vulnerabilidad fiscal y externa: como el déficit fiscal, la expansión del crédito del BCB al sector público y la ganancia o pérdida de RIN (Cuadro 4).

Una breve evaluación del PFF nos indica que las metas de inflación se acercaron más al desempeño de la economía hasta el 2023, puesto que para el 2024, con el 9,97%, se incumplió con amplio margen la meta de inflación de 3,6%. En el caso del PIB, la meta estuvo generalmente por encima de lo alcanzado hasta 2023 y se estima que también para el 2024, dado que al primer semestre el crecimiento fue de 2,6% frente al 3,7% esperado.

El incumplimiento preocupante se observa justamente en los indicadores de vulnerabilidad fiscal y externa en 2023 y en el primer semestre de 2024. Así, el déficit fiscal cumplió con la meta en 2021 y en 2022, incluso estuvo por debajo de la meta (1,4%), pero fue en 2023 en que se sobrepasó en 3,4 puntos porcentuales del PIB y para el 2024 se espera un déficit de 8,8% del PIB, mientras que el FMI estima un 10,4%. La variable fuera de control en 2023 fue la expansión del Crédito Interno al Sector Público (CINSP), que en 2023 estuvo 25 veces por encima de la meta y en el primer semestre de 2024 (Bs 31.881) superó la meta de expansión para todo el año (Bs 5.641 millones) en seis veces.

15 Presenta un coeficiente de regresión múltiple R2 = 0,66.
16 Loza, G. (2023). Bolivia: Desequilibrio Externo ¿Transitorio o Estructural? Junio 2023, p.17.

Cuadro 4.
Programa Financiero Fiscal: metas vs. resultados alcanzados

	2022		2023		2024		2025
	Meta	Ejecutado	Meta	Ejecutado	Meta	Ejecutado	Meta
Crecimiento del PIB (%)	5,1	3,6	4,9	2,3	3,7	2,6	3,5
Inflación fin periodo (%)	3,3	3,4	3,3	2,1	3,6	9,9	7,5
CINSP (Mill Bs)	12915	9282	1741	28282	5641	31881	
Deficit Fiscal/PIB	8,5	7,1	7,5	10,9	8,8	10,4	9,2
Variación de las RIN (Mill USD)	450,0	-957,3	500,0	-2087,6	433,0	-911,0	

Fuente: Elaboración con datos del PFF y datos del INE, BCB y MEFP.
*Nota: Para 2024 el PIB y la variación del CIN SP es el nivel de junio 2024 respecto a junio 2023. La variación de las RIN es al tercer trimestre de 2024. Déficit Fiscal estimado según FMI.

Las metas de variación de reservas se incumplieron totalmente, puesto que en lugar de ganar (+) se perdieron en magnitudes equivalentes al PIB entre 3,2% en 2022 y 5,7% en 2023. Para el 2024 se estima una ganancia de $us 433 millones, mientras que en el tercer trimestre la pérdida fue $us 911 millones, según balanza de pagos. **El no cumplimiento de la meta de RIN implica un desconocimiento del shock externo** (puesto que se esperaban ganancias de reservas en plena crisis) y el incumplimiento de la meta de CINSP en 2023 y en el primer semestre de 2024 significa un descontrol fiscal (Cuadro 4).

Para el 2025 se estima un crecimiento del 3,5%, pero una inflación del 7,5%, que dada la tendencia en 2024 será difícil de alcanzar en un contexto de incertidumbre cambiaria. La meta del déficit fiscal del 9,2% del PIB sigue siendo elevada, siendo que se desconoce el déficit fiscal efectivo de 2024 y sólo la meta del 8,8% del PIB, según el PFF.

Muchas veces las autoridades económicas decían que no necesitaban acuerdos con el FMI, en los que se establecían condicionalidades de financiamiento sujetos a metas específicas, puesto que desde 2006 se aplicaba el Programa Fiscal Financiero (PFF), en el que se establecían metas macroeconómicas monetarias y fiscales orientadas a lograr la estabilidad de precios. Así, el ministro Montenegro aseveró que la implementación "de este programa (fiscal financiero) requiere de soberanía" de las políticas que Bolivia pudiera ejecutar, muy aparte de las que van imponiendo organismos internacionales en otros países de nuestra región"[17]. En 2023 y 2024, el PFF incumplió la mayoría de sus metas, pero incluso llegó a decirse que son metas referenciales.

17 https://www.bcb.gob.bo/webdocs/11_comunicados/CP_02_PROGRAMA%20FISCAL1.pdf

4.

MAL PUNTO DE LLEGADA: MÚLTIPLES PROPUESTAS CONTRAPUESTAS

Tan importante como tener un punto de partida común y actualizado es también contar con medidas factibles en el corto plazo, es decir con un tratamiento mínimo común del paciente. Sin embargo, las propuestas de medidas son muy divergentes.

Para el Gobierno bastaban, inicialmente, los 17 acuerdos del Diálogo Nacional por la Economía y la Producción y las medidas administrativas de gestión de divisas, criptomonedas y compra-venta de oro aplicadas por el Banco Central desde febrero de 2023 para enfrentar la "insuficiencia transitoria de divisas". En el Presupuesto de 2025 se prevén desembolsos por financiamiento externo por más de 3.000 millones de dólares, equivalente al 6,2% del PIB.

Para la oposición tradicional la causa principal de la crisis es el gasto fiscal, el cambio del modelo estatista centrado en la expansión fiscal y en la inversión pública. Para el FMI, que es equivalente a hacer una consulta por telemedicina porque su receta es igual para los 180 países miembros, el problema es el déficit fiscal y la solución es la tijera quirúrgica eléctrica tipo Milei. Las diferentes medidas propuestas por los economistas que circulan en los medios se pueden sintetizar en:

- Déficit fiscal cero o reducir al 3% del PIB*
- Reducir deuda interna del TGN y limitar el crédito del BCB al SPNF sólo para emergencias*.
- Reducción del Gasto Fiscal a la mitad de su participación en el PIB: 20%.
- Eliminar las subvenciones en general y de combustibles en especial.
- Cerrar empresas públicas.

Para enfrentar la crisis cambiaria, para la oposición tradicional sería urgente un cambio de Gobierno con una buena imagen externa que anuncie un acuerdo con el FMI, así volverían las divisas al mercado cambiario en 100 días[18]. Las diversas recomendaciones son las siguientes:

- Devaluar. Para los empresarios sólo se tendría que devaluar consagrando el tipo de cambio no oficial, que en ese momento estaba en torno a Bs 10.
- Cambiar el régimen de tipo de cambio fijo. Volver al régimen cambiario basado en el *crawling peg* o minidevaluaciones, la unificación cambiaria, liberar el mercado cambiario y libre flotación.
- Acuerdo con el FMI, la conformación de un grupo de países de apoyo a Bolivia y el reescalonamiento de la deuda externa[19].

Para la nueva oposición, con el retorno de Evo Morales volverían los tiempos de auge y estabilidad, sin reconocer que el declive empezó en 2014 en su tercera gestión presidencial, con la declinación de las RIN de un 45,5% del PIB a 15% del PIB en 2019, del surgimiento de los déficits mellizos y con el desalineamiento de los astros, es decir, sin la buena suerte que acompañó hasta 2014.

18 Samuel Doria Medina (2024). Soluciones.

19 *Juan Antonio Morales (2024). Crisis económicas en Bolivia. Tierra.

5.

LA CRISIS FISCAL ESTÁ ASOCIADA AL GASTO DE CAPITAL Y A LA INVERSIÓN

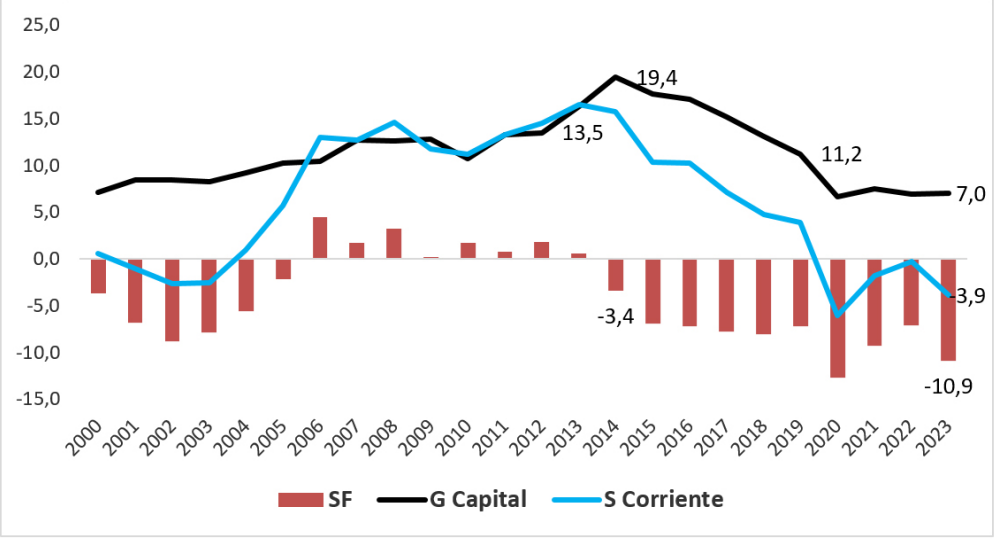
El problema que surge cuando se habla de reducir el déficit fiscal es que generalmente se asocia con reducir los gastos corrientes echando funcionarios públicos, como en Argentina. En el caso boliviano, el déficit fiscal global está relacionado principalmente con los gastos de capital, y dentro de dicha partida con la Inversión Pública (Gráfico 5).

5.1. El déficit fiscal está asociado a los Gastos de Capital

Estrictamente no era un problema de déficit corriente hasta 2022, puesto que entre 2004-2013 tuvo un superávit promedio de 8,2% del PIB y en la fase del declive un superávit de 4% del PIB. La cuestión fue que el gasto fiscal y en particular los **gastos de capital se convirtieron en el motor fiscal** de la economía y que se mantuvieron en un nivel alto, en promedio en un 12,2% del PIB, tanto en la fase de auge (superávit 0,7% del PIB) como en la de declinación (déficit 8,1% del PIB). Eso se debió a que deliberadamente en la fase de declinación, cuando el déficit fue de 3,4% del PIB, se hizo una política anticíclica, aumentando inicialmente a un máximo de 19,4% del PIB y después manteniendo un nivel alto de gastos de capital y, por ende, de inversión pública hasta 2019.

Los **déficits fiscales han estado altamente asociados a los gastos de capital** entre 2014-2022[20], puesto que hasta el 2019 hubo superávit en los saldos fiscales corrientes y en 2022 incluso se registró un déficit cero en cuenta corriente. El problema es que mientras el déficit fiscal aumentaba, los

Gráfico 5.
Gastos de Capital y los saldos fiscal global y corriente. En porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del MEFP. Nota: SF: Saldo Fiscal. G (Gasto) y S (Saldo).

20 Presenta un coeficiente de regresión R 2= 0,75. La relación es mayor mientras esté más cerca de 1.

gastos de capital se mantenían en los niveles altos precrisis del 2014, en torno al 11% del PIB en 2019 (Gráfico 5). Con la crisis del COVID, entre 2020-2023 los déficits se ampliaron aún más, pero los gastos de capital se mantuvieron en torno al 7% del PIB y si bien se llegó a equilibrar el saldo en cuenta corriente en 2022, resulta que en 2023 se revirtió el éxito con un déficit equivalente a 3,9% del PIB y es muy probable que se repita en 2024.

Por tanto, la reducción del déficit fiscal va a implicar directamente contraer el gasto de capital, el cual incluye tanto a la inversión pública, que representa el 80%, como a la inversión en empresas estatales con efectos negativos en la producción y el empleo.

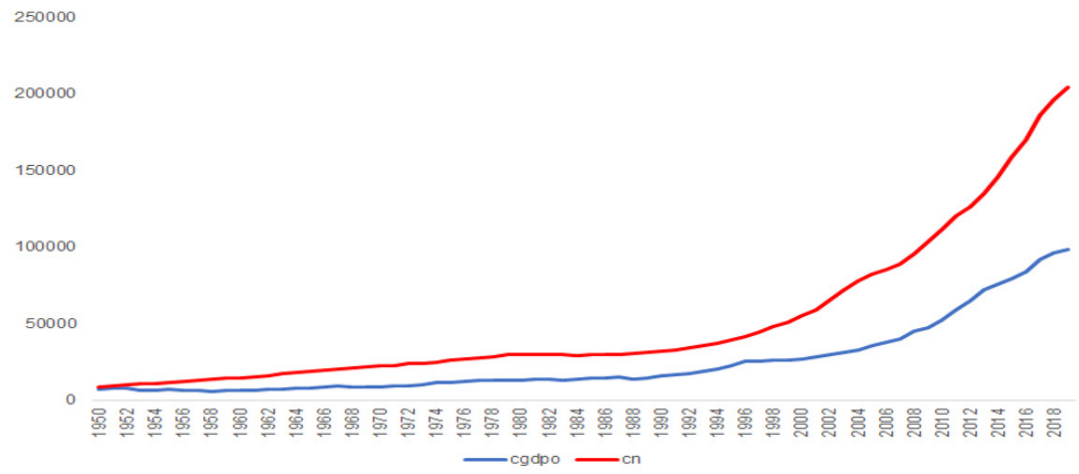
5.2. El ajuste fiscal tendrá impacto en el crecimiento

La preocupación es que la Inversión Pública ha contribuido al crecimiento del PIB[21], se estima que un aumento de la inversión pública en 1% del PIB está asociado al crecimiento del PIB en 0,39%, y que dos tercios de la Formación Bruta de Capital Fijo corresponden al sector público y sólo un tercio al sector privado, por lo que una contracción de la inversión pública va a afectar el crecimiento de la economía en el corto y largo plazo. Significa debilitar o reemplazar el motor de la economía hasta encontrar el sustituto en la inversión privada nacional y extranjera, proceso que no es de la noche a la mañana.

El coeficiente de capital (formación bruta de capital fijo/PIB) ha sido tradicionalmente bajo en la economía boliviana. En el periodo 1995-2005 fue en promedio 16,2%, con un máximo de 23,2% en 1998, mientras que en el periodo 2006-2023 fue en promedio dos puntos porcentuales más alto (18,2%), pero tuvo un máximo en 2014 de 21,4%. La explicación contable del crecimiento del PIB, que no es ningún misterio, en el caso boliviano, pues está más relacionada con la acumulación del stock de capital respecto a otras variables, como la productividad total de factores. Para un periodo de 70 años se observa una tendencia creciente del stock de capital a partir de 1990 y un crecimiento más acelerado a partir de 2005 (Gráfico 6).

Asimismo, cuando muchos economistas plantean reducir el Gasto Fiscal, hay que tener en cuenta la alta incidencia del Gasto Social (educación, salud y protección social), que aumentó de un 50,5% en 2005 a un 59,3% del gasto total en 2016 (9pp) y que en el declive solo bajó a un 55% (4pp). No hubo una expansión del gasto social, puesto que respecto al Gasto Fiscal aumentó en 3,7pp su importancia con relación al 2000-2005, mientras que en términos del PIB subió en 2,4pp, siendo el mayor aumento en salud (2,3pp en términos del PIB). El mayor aumento respecto a 2005 se dio en las transferencias directas condicionadas en efectivo, como el Bono Juancito Pinto, Juana Azurduy y la Renta Dignidad, que suman Bs 5.156 millones en 2023, equivalentes a un 1,6% del PIB. Para la CEPAL (2024), los sistemas de pensiones no contributivos, como los bonos, juegan un papel fundamental en la reducción de la pobreza en la vejez[22].

Gráfico 6.
Stock de Capital y crecimiento del PIB. Paridad de poder de compra (PPP), en miles dólares de 2017



Fuente: Elaboración con base en datos de Penn World Table PWT 10.01.
Nota: cgdpo. Output-side real GDP at current PPPs (in mil. 2017US$) = PIB, a paridad de poder de compra en miles de dólares de 2017. cn: Capital Stock = Stock de Capital.

21 Una estimación lineal muestra que un aumento de 1% del PIB en la inversión pública está asociado a un crecimiento del PIB de 0,39% y en el caso del gasto de capital es de 0,29% del PIB.

22 CEPAL (2024). Panorama Social de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile.

6.

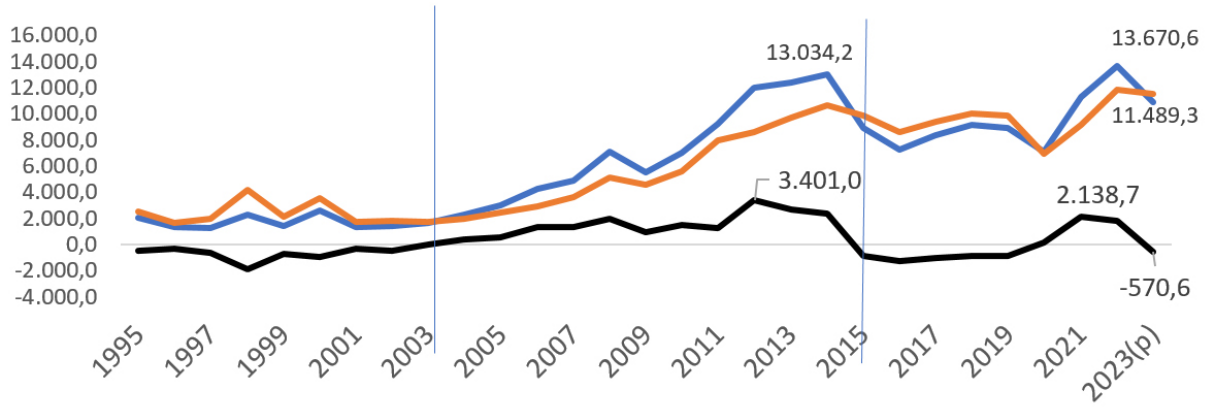
LA CRISIS DE DIVISAS NO ES UN PROBLEMA DE DÉFICIT COMERCIAL ELEVADO NI PERSISTENTE QUE SE RESOLVERÍA SÓLO CON LA DEVALUACIÓN

La crisis de divisas no está directamente asociada con déficit persistentes de la balanza comercial. Entre 2004-2014 la economía boliviana registró altísimos superávits (8% del PIB) y a partir del shock externo de 2014 recién se presentaron déficit en promedio de 2,7% del PIB entre 2015-2019. La balanza comercial se recuperó entre 2020-2022 con superávit de 3,2% del PIB y en 2023 exhibió un déficit de 1,3% del PIB (Gráfico 7). Entre enero- noviembre de 2024 registró un saldo negativo superior en 60% al de enero-noviembre de 2023, que fue de $us 357 millones y también fue mayor al déficit de todo el 2023 ($us 570,6 millones). Y de seguir la tendencia en diciembre, mes de mayores importaciones, el saldo comercial negativo para todo el 2024 podría probablemente rondar los $us 700 millones, un equivalente a un 1,5% del PIB. Empero, una balanza comercial desfavorable de la magnitud de la economía boliviana no es por sí mismo un indicador crítico, aunque sí una señal de alarma de desequilibrio externo.

6.1. La crisis de divisas se debe a la caída del volumen de las exportaciones y especialmente de las de hidrocarburos

La crisis de divisas está más relacionada con el desplome del volumen de las exportaciones debido a un shock interno adverso de oferta de hidrocarburos. En 2023, la caída del valor de las exportaciones (20,6%) fue casi completamente explicada por el desplome del volumen de exportaciones (18,7%), que por efecto precio (2%). Entre enero-noviembre de 2024, respecto al mismo período anterior, la caída del valor exportado (19,1%) fue explicado por el desplome del volumen en 16,3%, en el que además influyó el cierre del mercado argentino, y sólo un 2,8% por el descenso de los precios.

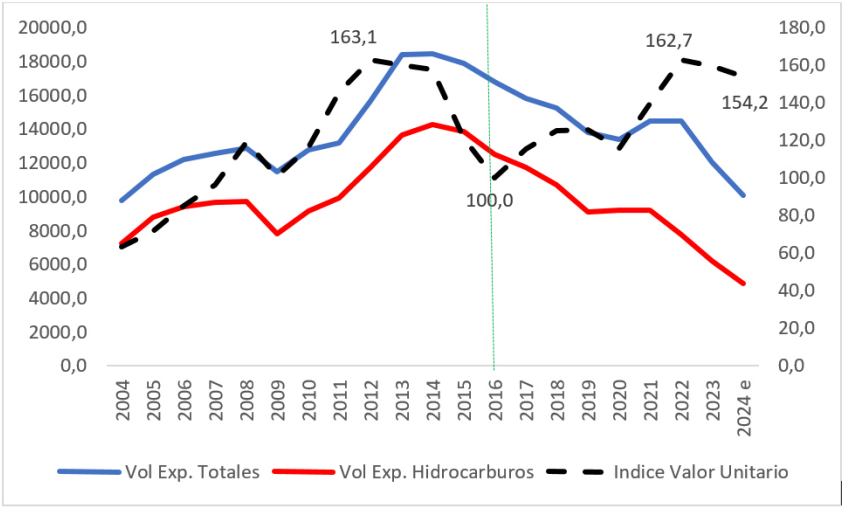
Gráfico 7.
Saldo de la Balanza Comercial: 1995-2023. En millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

El volumen de exportaciones y el volumen de hidrocarburos empezaron a declinar en 2014, dos años después de que cayó el índice del valor unitario de exportaciones. La caída del volumen total hasta 2016 fue 8,9% y la de hidrocarburos del 12,5%, mientras que los precios desde 2012 a 2016 habían caído en 63% (Gráfico 8). Pero el punto de quiebre se da en 2016, puesto que el índice de valor unitario empezó a subir en 54% hasta 2024, sin embargo, el volumen total exportado y de combustibles continuaron en su descenso hasta representar en 2024 una caída del 40% en el total y del 60,9% en el volumen de combustibles. La caída en el volumen está relacionada con la disminución de la riqueza petrolífera (de 10,7 TCF certificada en 2018 a 4,5 TCF en 2023) y la caída en el volumen de exportación a Argentina, que en octubre de 2022 representaba el 28% del total exportado, a su cierre total para octubre de 2024.

Gráfico 8.
Relación entre el volumen exportado y el precio de exportación (2016=100). En toneladas



Fuente: Elaboración propia con datos del INE. Nota: I: Índice; X: exportaciones.

Una característica, que es una restricción estructural de la economía boliviana, es que la oferta de exportación presenta una baja elasticidad (0,50) frente a las variaciones del precio unitario de exportación e incluso mientras que el nivel de precios subía, el volumen exportado seguía cayendo Así, una devaluación no tendría un efecto inmediato, puesto que el volumen de exportación no reaccionaría de manera rápida al aumento del tipo de cambio (Gráfico 8).

6.2. Incremento del precio internacional de las importaciones

El aumento de la demanda de divisas ha estado relacionado con el incremento del valor de las importaciones y en particular del precio de las importaciones. En 2022 se registró un shock adverso con un aumento de los precios de importación del 23,3%, como producto de la guerra ruso-ucraniana, que anularon el impacto positivo del aumento de los precios de exportación, generando un deterioro de la relación de términos de intercambio del 5,6%. En 2023 se mantuvo alto el índice de precios de importación debido al impacto de los fletes internacionales, pero que después están tendiendo al promedio a fines del 2024. En 2023 disminuyó el valor de las importaciones en sólo 3,2%, pero hasta noviembre de 2024 ya habían disminuido un 16%, mientras el volumen en 6,5% y el valor unitario en 10,2%. CEPAL estima una caída del valor del 20% para todo el 2024[23]. Empero, dada una disminución del valor unitario exportado en 2,8%, menor a la caída del valor unitario importado, de 10,2%, no habría una relación desfavorable de términos de intercambio.

La demanda de importaciones es relativamente inelástica respecto a la variación del tipo de cambio, puesto que gran parte de ella está constituida no sólo por automóviles, sino por bienes de capital, bienes intermedios y otros bienes de consumo esenciales, como alimentos, combustibles y productos farmacéuticos. Una devaluación no va a corregir el déficit comercial en el corto plazo, puesto que no se cumpliría la condición Marshall-Lerner, es decir la suma de sus elasticidades no es mayor a uno[24].

6.3. Crisis estructural de las exportaciones

Desde 2014 se atraviesa por un shock interno de oferta de hidrocarburos: en el petróleo se retrocedió a niveles de producción de 1993 y en el gas al de 2005. El problema se acentuó cuando después del fin del ciclo de los hidrocarburos se entró al falso ciclo del oro. En 2024 el BCB compró 14,54 TM de oro fino en el mercado interno y según el INE, el país exportó 9,2 toneladas entre enero-noviembre de 2024, lo que da un total producido legal de 23,7 TM, similar a las 20 TM en

23 CEPAL (2024). Perspectivas del Comercio Internacional de América Latina y el Caribe • 2024

24 Trabajos empíricos en Bolivia encuentran que no se cumple la condición Marshall-Lerner.

la crisis del 2020, lejos del récord, ya que en 2022 llegamos a exportar un máximo de 64 TM de oro metálico y de 44 TM en 2023. El oro pasó de ser el primer producto de exportación en 2023, a ser el quinto producto, con una caída en el valor del 72%. **Lo paradójico es que estamos en una crisis de divisas en pleno auge del precio del oro**, alrededor de los $us 2.700 por onza troy fina, cuando en diciembre de 2023 estaba en $us 2.000 la OTF. Lo bueno es que las reservas internaciones en oro del BCB de 22,53 TM finas, por efecto de valoración, hicieron subir el valor de las reservas internacionales brutas al 31 de diciembre de 2024.

No entramos al auge del precio del litio en 2022 ni tampoco ahora que está en la fase de declinación. El no exportar litio hasta el presente es un **autoshock interno de oferta**, puesto que el BCB ha prestado a la Empresa del Litio YBL Bs 5.554 millones, equivalente $us 800 millones, mientras que en 2023 exportamos carbonato de litio por $us 14.6 millones y entre enero-noviembre de 2024 se exportó $us 9,7 millones.

El sector externo de la economía boliviana en los últimos años ha sufrido un cambio estructural del modo estatal al modo privado en la participación de las exportaciones por sector, al caer las exportaciones estatales en el total de casi la mitad en 2014 a un cuarto del total en 2023. Este cambio ha afectado y contraído la estructura del mercado de divisas, en el que el Estado era el principal oferente. Sin embargo, el problema no es de un déficit pronunciado y persistente de balanza comercial, sino es la crisis del sector estatal exportador que está relacionada no con el precio, sino con el volumen al presentar una oferta inelástica y además decreciente. La crisis de abastecimiento de combustibles es expresión de la crisis de hidrocarburos, Bolivia país importador neto, y, además del problema de precios y subvenciones, los problemas de logística de distribución y de pagos.

En mi trabajo Loza (2017) citaba a Morsy (2009), quien concluía que para los países exportadores de petróleo, en el caso del Consejo de Cooperación del Golfo /CCG (por sus siglas en inglés), en el que la política monetaria de la región se sustenta en regímenes de tipo de cambio fijo de la moneda nacional contra el dólar de EEUU, **los determinantes de la cuenta corriente de la balanza de pagos eran el balance fiscal, la balanza de combustibles y la riqueza petrolera**. Los países del CCG incluyen Arabia Saudita, Bahréin, Kuwait, Omán, Qatar y los Emiratos Árabes Unidos. El dato es que Bolivia registra elevados déficits fiscales consecutivos (8% del PIB en promedio), tiene una balanza de combustibles negativa en los últimos años (Cuadro 5) y cuenta con 4,5 trillones de pies cúbicos (TCF, en inglés) de reservas probadas de gas natural certificadas hasta el 31 de diciembre de 2023, frente a los 10,7 TCF reportados en 2018, según Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB).

Cuadro 5.
Balanza de Combustibles. En millones de dólares

	EN-2023	En-2024	Var %
Exportaciones	1858,3	1399,8	-24,7
Importaciones	2627,7	2334,1	-11,2
Saldo	-769,4	-934,3	21,4

Fuente: Elaborado con datos del INE. Noviembre de 2024.

7.

LA CRISIS DE DIVISAS NO SE DERIVA DE UN ELEVADO SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA

7.1. La crisis de divisas no se deriva de un elevado servicio de la deuda externa

Si bien los flujos de entrada (desembolsos) y salida de recursos (servicio de la deuda) por financiamiento externo hasta 2022 eran positivos, se revirtieron en salida neta en 2023 ($us 481,5 millones) y continuaron hasta noviembre de 2024 con una salida neta de $us 855,8 millones. Según el BCB, al 31 de diciembre de 2024, el uso de las reservas internacionales permitió cumplir con la totalidad de las obligaciones del país con el exterior, realizando el pago oportuno del 100% del servicio de la deuda externa pública, que ascendió a $us 1.526 millones[25].

Las calificadoras internacionales mantienen a Bolivia, después de Venezuela, con el riesgo país más alto: 2.111 al 13 de enero de 2025, cuatro veces el riesgo de Argentina (583)[26], siendo que para el FMI ambos países tienen una deuda bruta pública similar, más del 90% del PIB y además Argentina tiene problemas con los fondos buitres en Nueva York. Recientemente Fitch Rating rebajó la calificación de Bolivia de CCC a 'CCC-' "si bien aún no parece probable un evento de default, el margen de seguridad continúa erosionándose como resultado de la disminución de la disponibilidad de divisas y la ausencia de medidas correctivas de política económica y fiscal"[27].

Bolivia no incumplió pagos, por lo tanto, si agiliza y programa sus desembolsos y no se entraban las autorizaciones de préstamos externos en la Asamblea Plurinacional, no se debería tener mayores problemas. Sin embargo, hay sugerencias de un reescalonamiento de la deuda externa multilateral y de países amigos[28], como fue con el Grupo de París en 1985, empero, ahora tendría que ser un Grupo con China, porque le debemos más de la mitad de la deuda bilateral. La decisión de retornar al mercado internacional, como prevé el PGE de 2025 emitiendo bonos, sin un plan de estabilización o shock de confianza, sería muy arriesgado, aunque todo depende de la voracidad de los mercados financieros.

7.2. Seguir a las devaluaciones de los países vecinos

Una opinión predominante en los economistas es que el Gobierno debería haber devaluado en términos reales (REER) para no perder RIN. Entre diciembre de 2011 a diciembre de 2014, mientras el REER perdía competitividad (es decir se apreciaba -20,9%), las RIN subían un 25,8%, pero entre 2014 a junio 2020 mientras el REER seguía apreciándose, pero más lentamente en 16,2%, recién hubo una fuerte caída de RIN del 58,5%. En cambio, entre abril de 2020 y octubre de 2024, el REER se depreció (recuperó o ganó competitividad) en 11,5%, mientras continuó el desplome de las RIN en 68,4%, la mayor caída desde 2014 (Gráfico 9).

Por tanto, **una fuerte devaluación real no necesariamente va a generar inmediatamente un aumento de las exportaciones y, por ende, de las reservas internacionales**. Adicionalmente, la política cambiaria no tendría por qué seguir siempre las devaluaciones y revaluaciones frecuentes de los principales países socios comerciales, que son los países vecinos. Empero, el Tipo de Cambio Real Multilateral debería servir como guía cambiaria en el corto y largo plazo. Así, por ejemplo, si quisiéramos recuperar el nivel del REER, podríamos retornar al nivel de diciembre 2011 (índice de 87,95), antes a la fijación de facto del tipo de cambio, de esta manera el Tipo de Cambio Nominal estaría en torno a **9,7 Bs por 1 $us.**

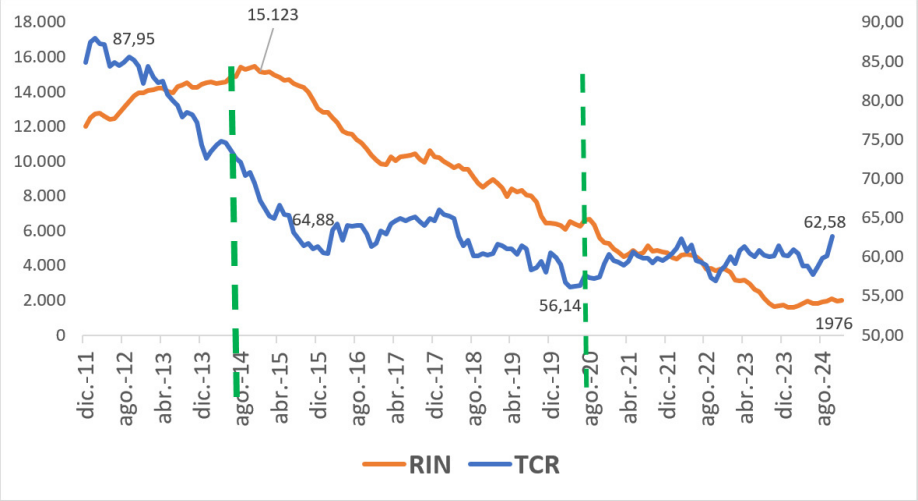
25 BCB (2024). https://www.bcb.gob.bo/webdocs/files_noticias/CP_001_2025_RIN_BCB_OK.pdf

26 https://cdn.bancentral.gov.do/documents/entorno-internacional/documents/EMBI.pdf?v=1736896287348

27 https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-bolivia-to-ccc-24-01-2025

28 Juan Antonio Morales (2024).

Gráfico 9.
Índice del Tipo Cambio Real Efectivo (REER) y el nivel de las RIN. Agosto de 2003=100



Fuente: Elaboración propia con datos del BCB. Boletín Estadístico Octubre 2024.

Sin embargo, previamente es necesario estabilizar el tipo de cambio nominal, bajar las expectativas de devaluación-inflación y crear un clima de confianza.

7.3 Salida de capitales y contrabando

El mayor problema **son los saldos en cuenta corriente y en la cuenta financiera no registrados** $us 1.743,6 millones, equivalentes a 3,8% del PIB en 2023, el doble del déficit de balanza de pagos en cuenta corriente. Para el tercer trimestre de 2024, el BCB registra una salida neta por errores y omisiones de 2,3% del PIB, mientras el déficit en cuenta corriente es de 1,4% del PIB. Los saldos negativos de la partida Errores y Omisiones se asocian a importaciones no legales, exportaciones registradas con divisas no retornadas al país y a salidas de capitales no registradas. Influyen en el no retorno de divisas y en la salida de capitales tanto el diferencial nominal de tasas de interés, puesto que se gana más afuera, como el riesgo de tipo de cambio o devaluación esperada, lo que se **denomina la tasa de interés equivalente en dólares**, que expresa la relación de la tasa de interés internacional versus la tasa de interés nacional más la expectativa de devaluación.

Tasa de interés internacional
*=Tasa de interés nacional * Riesgo de devaluación*

El shock de tasas de interés internacional desde fines de 2021 ha influido en todos los mercados emergentes para la salida de capitales y la disminución de la inversión en portafolio y también en el caso de Bolivia, aunque es una economía poco integrada al mercado financiero internacional. Así, la tasa de interés nominal pasiva en el sistema financiero de 4,75% en diciembre 2021 tuvo un alza a 5,78% en junio de 2022 y después declinó hasta llegar a 4,74% en agosto de 2024[29] y en enero de 2025 estaría en los Bancos Múltiples en 5,53%[30].

La insuficiencia de divisas se acentuó a partir de 2023, en que de facto hay un control de divisas que generó el surgimiento de un mercado paralelo que ha venido funcionando hasta el presente con cotizaciones fluctuantes, que han llegado hasta Bs 14,0 y estarían en torno a Bs 11, según la prensa.

La insuficiencia derivó en una crisis cambiaria, puesto que se rompió de facto el anclaje que permitía estabilizar el nivel de precios en la economía, puesto que los productores, comercializadores y los exportadores e importadores empezaron a ajustarse al tipo de cambio paralelo e incluso anticiparse. Recientemente Morales (2024) planteó cerrar la brecha:

> *Reconociendo la importancia de la unificación cambiaria, el problema no trivial es cómo lograrla. Posiblemente la respuesta está **en acercarse al tipo de cambio paralelo, por ejemplo, dejando flotar por un tiempo el tipo de cambio oficial**. Para impedir que el tipo de cambio se desboque, una política monetaria estricta acompañaría a la flotación. Una política fiscal estricta facilita este tipo de políticas. La combinación de libertad cambiaria, saneamiento fiscal y política monetaria estricta suele afectar al empleo y producir recesión. Si todo funciona bien, este costo social debería ser limitado y de corta duración. No hay muchas alternativas*[31].

29 10 de noviembre del 2024 - La Razón

30 https://www.bcb.gob.bo/?q=tasas_interés
31 La unificación cambiaria

La brecha cambiaria, que expresa la expectativa de devaluación y el arbitraje de tasas de interés, disminuyó la entrada de divisas del sector privado y aumentó la salida vía transferencias registradas y no registradas, sin embargo, mientras no se logre un shock de recursos o confianza, cualquier modificación y modalidad de tipo de cambio no necesariamente conducirá a una unificación o eliminación del tipo de cambio paralelo y es más probable que provoque una espiral inflacionaria.

8.

FONDO DE ESTABILIZACIÓN: REQUISITO PREVIO

8.1. Antecedentes

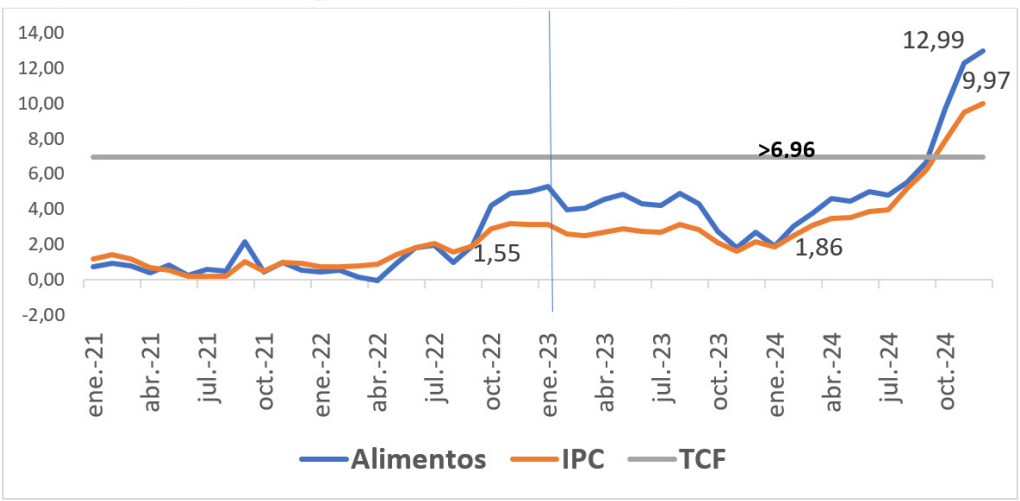
Estamos en una situación especial de inicios de una espiral inflacionaria, Gráfico 9, gatillada por la aparición del dólar no oficial, por lo que si continúa la tendencia entraríamos a una inflación de dos dígitos a principios de 2025 (Gráfico 10). Este proceso que se inició a partir de febrero de 2023, en que dejaron de publicarse semanalmente los datos diarios de las Reservas Internacionales y las estadísticas monetarias, recién cobró fuerza en enero de 2024, donde la tasa de inflación a 12 meses en enero de 1,86% trepó a 9,97% en noviembre de 2024 y la tasa de inflación de alimentos a 12,99%, lo que significa aproximarse a una inflación de dos dígitos por primera vez desde diciembre de 2008, cuando la inflación a 12 meses fue de 11,85% como consecuencia de la crisis financiera mundial.

Si se mueve el tipo de cambio oficial sin un respaldo sólido de reservas internacionales, se entraría a perseguir al dólar no oficial, tal como en la crisis de 1982, con sucesivas devaluaciones nominales, con alzas inmediatas de precios debido a su indexación al dólar y los consiguientes ajustes de salarios a manera de compensar la subida de alimentos, para entrar recién a una espiral inflacionaria tipo 1982-85. Adicionalmente, si se hace una política fiscal estricta, se corta el gasto fiscal y no se cuenta con recursos frescos de financiamiento externo entraríamos recién a una estanflación.

El prerrequisito *sine qua non* es contar con un Fondo Soberano de Estabilización y Reservas (FER), antes de realizar las medidas de ajuste fiscal y monetario, lo contrario de la receta del FMI, que primero obliga a operar quirúrgicamente: el ajuste fiscal y monetario y para dar después al paciente como suero por cuentagotas financiamiento externo. Como señala Morales (2024), el FMI sería la billetera más lenta del occidente.

El Fondo de Estabilización ya se aplicó en Bolivia en 1956 como parte principal del llamado Plan Eder de Estabilización, un "Plan de 50 pasos", con un monto de 22,5 millones de

Gráfico 10.
Tipo de cambio paralelo e inflación general y de alimentos



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

dólares, equivalentes a la quinta parte de las exportaciones en 1956. El FMI apoyó al fondo con recursos de un acuerdo Stand-By por 7,5 millones de dólares en noviembre de 1956. Este fondo cumplió un rol fundamental en la estabilización del tipo de cambio, consiguiéndose este objetivo el año 1959, justo cuando se acabaron sus recursos, puesto de los 25 millones de dólares con los que comenzó en 1956, terminó el año 1960 con solamente 518.000 dólares. En los tiempos actuales, las exportaciones de bienes están en torno a los 10.000 millones de dólares y el fondo sería alrededor de 3.000 millones de dólares.

También está, entre otras experiencias, la de México con el Efecto Tequila en los noventa. A través del Fondo de Estabilización de Divisas, EEUU envió a México $us 20.000 millones, a los que se le añadió un número similar proveniente del FMI. Con la suma de otros aportes para ayudar a la alicaída economía, el costo del rescate llegó a los $us 75.000 millones.

8.2. Características del Fondo Soberano, de Estabilización y de Reservas (FER)

Un Fondo de Estabilización tiene dos objetivos, por una parte, suavizar las fluctuaciones de corto plazo del tipo de cambio y, por otra parte, proteger el mercado monetario interno de los efectos de los movimientos internacionales de capitales de corto plazo. Es un Fondo de Estabilización inicialmente más psicológico que financiero, puesto que su objetivo principal **es generar credibilidad y confianza**, a partir del cual o condición *sine qua non* recién se puede aplicar un Plan de Estabilización o Programa Económico y Financiero con metas periódicas trimestrales. Estaría constituido con recursos del FLAR, FMI, créditos de países como México, Brasil y Colombia y China, además con recursos, por ejemplo, del Banco de los BRICS, CAF, BID y Banco Mundial.

Bolivia, como miembro del FLAR desde 1988, puede acudir a los servicios financieros del FLAR para apoyo a balanza de pagos, liquidez y contingencia. Como el FLAR establece que "El límite máximo al total de los créditos u otros apoyos financieros que un miembro tenga con el FLAR no podrá exceder 2,5 veces el capital pagado (2,6 veces en los casos de Bolivia y Ecuador)[32]," el país puede pedir por apoyo a balanza de pagos 2,6 veces su capital pagado, que era al 30 de junio de 2023 un monto de 281,6 millones de dólares. Es decir, puede pedir un crédito hasta 732,1 millones de dólares, sujeto al cumplimiento: "Para los créditos de Apoyo a la Balanza de Pagos, que buscan atender desequilibrios estructurales, la solicitud deberá ir acompañada además de una **exposición de medidas de política y de un programa económico y financiero con metas periódicas**. La presidencia ejecutiva presentará un informe y su recomendación al directorio, que será la instancia decisoria. Esta línea de crédito tiene un plazo de hasta tres años, con hasta **un año de gracia para pago del principal"** (Cuadro 5).

Cuadro 6.
Recursos iniciales del Fondo de Estabilización y Reserva (FER). Millones de dólares

Fuente de Recursos	Monto
FLAR	733,2
FMI	2000,0
Países amigos	1000,0
TOTAL	3733,2

En el informe anual del FMI (2024)[33] señala que "suministra financiamiento a los países miembros con necesidades de balanza de pagos concretas, posibles o futuras para ayudarlos a reconstituir sus reservas internacionales y restablecer las condiciones para un crecimiento económico sólido, al tiempo que se corrigen los problemas subyacentes. El FMI también proporciona financiamiento de emergencia de rápido desembolso con una condicionalidad limitada y, tras el inicio de la pandemia de COVID-19, incrementó considerablemente ese financiamiento".

La cuota de Bolivia en el FMI es de SDR 240,1 millones, equivalente a 322,7 millones de dólares y el monto que se solicitaría sería 600% de la cuota, cerca de 2.000 millones de dólares por un plazo de tres años.

Una opción innovadora es que sea Bolivia quien solicite recursos financieros al FMI y sea el FLAR, la entidad garante y la que administre los recursos en función de cumplimiento del Programa Económico y Financiero autorizado y supervisado por el FLAR. Esta modalidad puede ser un proyecto piloto para descentralizar al FMI y le daría una función real al FLAR para que deje ser sólo un administrador eficiente de reservas internacionales y cumpla adecuadamente su rol de apoyo frente a desequilibrios de balanza de pagos.

Así, por ejemplo, los países que voluntariamente quieran aportar al FER del FLAR, lo harían con cargo a una tasa equivalente al rendimiento de sus reservas internacionales o del FLAR, como indicador de costo de oportunidad y que no signifique ningún componente de donación. Las modalidades podrán ser diferentes, a través de SWAPS renovables cada año. La idea es que los recursos aportados puedan estar hasta tres años en el FER y sólo después puedan ser retirados.

8.3. Usos y destino de los recursos

El fondo se diferencia con el manejo de RIN del BCB porque sería gestionado y localizado en el FLAR, separado contablemente del nivel actual de las reservas internacionales del BCB. La utilización de recursos del FER estaría sujeta al cumplimiento trimestral de las metas del Programa Económico y Financiero del Gobierno boliviano con la finalidad de estabilizar el tipo de cambio. Es diferente al stock de RIN del BCB, que

32 Crédito - Fondo Latinoamericano de Reservas (flar.com)

33 Resiliencia ante el cambio; Informe anual del FMI de 2024 (sanity.io)

con los mínimos recursos que tiene debería estar orientado al corto plazo, a proveer liquidez y atender situaciones de contingencia.

Las reservas de oro que debe mantener el BCB según Ley 1503 (22 TM) pasarían al FER a cambio de divisas frescas por 1.976 millones de dólares, a la cotización de 2.700 dólares la OTF, que permitan al BCB participar en el mercado cambiario. Las nuevas compras de oro metálico pasarían al FER, a cambio de divisas para las Reservas Internacionales del BCB.

La idea no es utilizar todos los recursos del fondo, sino que tenga un límite de uso mínimo y máximo. Tendrá un límite inferior a partir del cual no se podrán usar esos recursos y se tendrán que aplicar medidas alternativas, tendría una especie de **gatillador automático**, como la modificación del tipo de cambio o la reducción del déficit fiscal, según el origen de la perturbación, y también un techo máximo, donde los excedentes se destinarán a respaldar las RIN tradicionales del BCB.

En los usos del fondo se destinarán los recursos, por una parte, **para proporcionar liquidez** al mercado cambiario a través del Bolsín del BCB, cuya oferta actual es de 100 millones de dólares, más del doble de sus reservas en divisas, que están en 46,8 millones de dólares, con el fin de estabilizar el tipo de cambio y, por otra parte, permitiría respaldar al país de compromisos externos, principalmente bajar el riesgo país, para posteriormente, el país a través del FER pueda emitir bonos soberanos en el mercado internacional.

Es un fondo soberano, puesto que estará en sus funciones el invertir a largo plazo los ingresos procedentes de los recursos naturales, como el gas, oro y litio. Su objetivo es administrar y diversificar los ingresos asociados a los recursos naturales para preservar la riqueza nacional y garantizar beneficios a largo plazo para la población. Es un fondo ligado a recursos naturales: se nutrirá con una cuota parte de los ingresos de exportaciones de hidrocarburos, oro y de litio. Podrá estar constituido por las actuales reservas físicas de oro monetario y por las nuevas reservas de oro monetizadas con las compras de oro del BCB.

En conclusión: se tiene que hacer un ajuste fiscal y monetario de todas maneras, con FMI o sin FMI, pero no sin antes de contar con recursos de financiamiento externo. Obviamente, si no hay consenso político mínimo común vamos en camino a un "autosuicidio" nacional.

9.

ELEMENTOS DE UN AJUSTE FISCAL Y MONETARIO

9.1. Ajuste fiscal

Frente a un escenario claro orientado a contraer fuertemente el déficit fiscal vía gasto público, que afectará el gasto de capital y, por ende, la inversión pública y disminuirá la producción y aumentará el desempleo, se sugieren las siguientes medidas:

a. Establecer en el Presupuesto General del Estado (PGE) y en el PFF 2025 la meta de déficit corriente cero y disminuir el déficit fiscal global de un entorno al 10% **a un 3,4% PIB**, lo que significaría volver al nivel del 2014 antes del declive. Reducir subvenciones a combustibles, lo que equivale a un "impuesto gasolinario", previo consenso político o shock de confianza.
b. En el PFF recortar el Crédito Interno del BCB de un 31,5% del PIB en 2023 a un 9,7% del PIB, que corresponde retornar al nivel de 2019 previo a la crisis del 2020. Fijar un límite explícito a la deuda interna del TGN, que a octubre de 2023 estaba en 42,7% del PIB, de manera de evitar su descontrol.
c. Revisar los préstamos del BCB a empresas estratégicas, que representan el 11,6% del PIB, delimitar el sector de empresas estratégicas o retornar al ámbito del Plan Nacional de Desarrollo 2006-2011 y evaluar su **viabilidad** por un comité de expertos internacionales y nacionales a cargo de la CAF, BID y Banco Mundial. No se autorizarían préstamos a nuevas empresas estratégicas.
d. Mantener el nivel de Inversión Pública en torno al 7% del PIB (promedio 2021-23) y revisar la inversión destinada a "sectores productivos".
e. Impulsar las alianzas público-privadas en materia de inversión.
f. Transparencia de las cuentas fiscales, cumplir con los informes semestrales y anuales que establece el PFF.
g. Establecer reglas fiscales y límites al déficit fiscal.

9.2. Opciones de política cambiaria

La evidencia empírica ha demostrado que es insostenible un régimen de tipo de cambio fijo *per se*, salvo en países árabes exportadores de petróleo (GCC) con elevadas reservas internacionales y elevada riqueza petrolera, así como la libre flotación sin reservas internacionales. Las opciones son variadas, aunque el país tiene experiencia con el Bolsín del BCB y la fijación de su precio base. El problema actual es la entrega obligatoria de divisas.

Cuando se habla del DS 21060, no hay que olvidar que mantuvo la entrega obligatoria de divisas, la cual fue levantada en 1997 en el gobierno de Sánchez de Lozada mediante DS No 24756 justificando: "Que el comportamiento de las reservas internacionales muestra una clara **tendencia a satisfacer las necesidades de divisas**, tanto de los importadores de bienes y servicios como del sector financiero". Estrictamente, la situación actual, con el nivel actual de las RIN, no "muestra la tendencia a satisfacer las necesidades de divisas". Si se trata de tener en cuenta como referencia las medidas del 21060 para estabilizar la economía, se tendría que volver a la entrega obligatoria de divisas, puesto que el BCB tiene solamente 46,8 millones de dólares, según el último dato a diciembre de 2024. Este nivel era inferior al que el BCB mantenía en 2010 sólo como capital de trabajo en el BCB.

Si se cuenta con un Fondo de Estabilización y Reservas o con Financiamiento Externo podría volverse a la situación previa al tipo de cambio fijo de facto, de fines de 2011, al régimen del tipo de cambio deslizante o *crawling peg* no anunciado o el anunciado (que se está aplicando en Argentina con una tasa de 2% mensual). Formalmente, ***de jure***, continúan las sesiones del Bolsín y el monto de oferta publicado es de 100 millones de dólares al 27 de enero de 2025 y el BCB podría empezar a mover el precio base sin decreto supremo mediante. **Si no se contare con el FER o con recursos de Financiamiento Externo de disponibilidad inmediata se tendría que contar con la entrega obligatoria de divisas**, que puede ser del 100% o de otra proporción mediante la

anulación del DS 24756 del 31 de julio de 1997 y mantener la vigencia de los artículos 2, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 13, 14, 16, 17, 19, 20 y 22 del DS 21060. Paradojas de la economía el volver al criticado decreto.

La otra opción de libre flotación, en un contexto sin financiamiento especial, generaría un tipo de cambio muy volátil, con fuerte impacto en la inflación, puesto que el mercado cambiario boliviano es poco profundo y siempre siguió al tipo de cambio base establecido por el BCB desde 1985. Bolivia tiene mala experiencia con la flotación del dólar en la época del gobierno del general Torrelio, entre el 4 de septiembre de 1981 al 6 de mayo de 1982.

Cabe la pena recordar que el FMI reconoce casos de usos específicos de intervención en el mercado de cambios "(A) para abordar las primas desestabilizadoras de las fricciones de arbitraje en los mercados de divisas poco profundos; (B) para contrarrestar los riesgos de estabilidad financiera derivados de los descalces de divisas; y (C) ayudar a preservar la estabilidad de precios cuando las variaciones del tipo de cambio amenazan con desanclar las expectativas de inflación[34]".

34 IMF (2023) **Integrated Policy Framework—Principles for the Use of Foreign Exchange Intervention**, prepared by IMF staff and completed on November 28, 2023.

10.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La necesidad de un punto común de partida

i. No hay consenso en el tipo de crisis que atraviesa la economía boliviana ni de sus causas, coexistiendo enfoques muy diversos y opuestos y, lo más preocupante, no hay un común denominador en las propuestas para salir de la situación en la que estamos.

ii. La crisis actual es una crisis cambiaria resultante del fuerte shock externo adverso de precios en 2014-2016, advertido en Loza (2017)[35], seguido después por un shock interno de la oferta exportadora de hidrocarburos de YPFB (principal y único ofertante obligatorio de divisas y un fuerte demandante de divisas para importaciones de combustibles), que revirtió un balance favorable de combustibles a un balance deficitario por tres años consecutivos, y que al final de 2024 se sumó el cierre previsto del mercado argentino para el gas boliviano.

iii. El shock externo y el interno generaron consecutivos flujos netos negativos de divisas que alteraron el régimen cambiario al **levantarse de facto el ancla cambiaria** de la peor manera y romper su vínculo con el control de la inflación, irrumpiendo el dólar paralelo y dando inicio, de continuar la tendencia, a una probable espiral inflacionaria debido a la alta transferencia inmediata del tipo de cambio en los precios (*pass-through*).

iv. La tormenta perfecta o la peor combinación de los eventos negativos se dio porque la crisis cambiaria brotó en medio de una alta vulnerabilidad fiscal que se venía arrastrando desde 2014, la cual se acentuó por la crisis del COVID, con un incremento desmesurado del crédito interno del BCB al sector público (de Bs 16,1 mil millones en 2019 a Bs 27,3 mil millones en 2020 y a Bs 101,1 mil millones en 2023), multiplicando por seis el nivel de 2019, expansión que tiene relación con la ampliación del déficit fiscal. La deuda interna del BCB de 7,9% del PIB en octubre de 2024 es el doble del promedio de los últimos años.

v. El financiamiento de los déficits fiscales implicó, por una parte, **una expansión desmesurada del crédito interno del BCB** al sector público de 9,7% en 2019 a 20,8% del PIB en 2020, para dispararse en 2023 a un 31,5% del PIB. Por otra parte, la deuda interna del TGN, de la cual la deuda con el BCB es un 60%, trepó de 15,7% del PIB en 2019 a 42,7% del PIB a octubre de 2024. Así, el financiamiento del déficit fiscal derivó en el **crecimiento desmesurado de la deuda interna pública**, de manera que la deuda total pública se haya casi duplicado: de un 43,8% del PIB en 2019 a un 76% a octubre de 2023, último dato disponible. El FMI estima una deuda pública por encima del 90%, siendo de 93% del PIB el promedio mundial, según el FMI.

vi. Atravesamos por una alta vulnerabilidad externa de carácter estructural, de la reversión de país exportador a país importador de combustibles debido a la disminución de nuestra riqueza hidrocarburífera, vulnerabilidad relacionada con los fundamentos económicos debido a déficits fiscales por 11 años consecutivos entre 2014 - 2024 y su financiamiento con deuda interna y externa[36]. Adicionalmente, se sumó la crisis de combustibles y el cierre de Argentina para el gas en 2024, desatándose una crisis cambiaria al levantarse el ancla cambiaria de facto con el surgimiento del tipo de cambio paralelo, que puede derivar en una espiral inflacionaria y del tipo de cambio en 2025, debido a la alta transferencia del tipo de cambio en los precios.

35 https://www.researchgate.net/publication/328462167_Bolivia_Crisis_externa_y_política_cambiaria

36 Loza, G. (2023). Bolivia: Desequilibrio Externo ¿Transitorio o Estructural? Junio 2023, p.17.

La crisis de divisas no se resuelve con una devaluación; se precisa previamente un Fondo de Estabilización

vii. La crisis de divisas NO es un problema de un déficit comercial elevado ni persistente que se resolvería sólo con la devaluación, puesto que está relacionada con **la caída en el volumen de exportaciones del sector estatal exportador y el aumento de importaciones de combustibles**. La oferta de exportación presenta una baja elasticidad frente a las variaciones del precio unitario de exportación y del tipo de cambio y, a su vez, la demanda de importaciones no es muy sensible al aumento del tipo de cambio en el corto plazo.

viii. En un país exportador neto de hidrocarburos, como era Bolivia, con política de cambio fijo los determinantes de la cuenta corriente de la balanza de pagos eran el balance fiscal, la balanza de combustibles y la riqueza petrolera. Cuando se acabó la riqueza petrolera y el balance de combustibles se hizo deficitario, el balance fiscal quedó como determinante.

ix. El mayor problema NO son los saldos en cuenta corriente de balanza de pagos, con déficit en torno al 2% del PIB, sino en la cuenta financiera y, especialmente, **los saldos no registrados (contrabando y salida de capitales) equivalentes a 3,8% del PIB en 2023**, el doble del déficit de balanza de pagos en cuenta corriente. Influyen en el no retorno de divisas y en la salida de capitales, el diferencial de tasas de interés y el riesgo de tipo de cambio (la tasa de interés equivalente en dólares). Por tanto, la brecha cambiaria, que en realidad expresa dicha tasa, desalentó la entrada de divisas del sector privado e incentivó la salida de capitales **y mientras no se logre un shock de recursos o confianza**, cualquier **modificación del tipo de cambio no necesariamente conducirá a una eliminación del tipo de cambio paralelo**. Por tanto, en la situación actual, en que es probable tender a una inflación de dos dígitos en los primeros meses de 2025, entonces si se mueve el tipo de cambio oficial sin un respaldo sólido de reservas internacionales se entraría a perseguir al dólar no oficial, tal como en la crisis de 1982, como efecto de la transferencia inmediata del tipo de cambio en los precios, dando recién lugar a una espiral inflacionaria y devaluatoria.

x. El prerrequisito ***sine qua non*** es contar con un Fondo de Estabilización y Reservas (FER) antes de realizar las medidas de ajuste fiscal y monetario, en sentido contrario a la receta del FMI, que primero obliga al ajuste fiscal y monetario y después recién da a cuentagotas financiamiento externo sujeto a una dura condicionalidad. Se tiene que hacer un ajuste fiscal y monetario de todas maneras, con FMI o sin FMI, similar al Plan Eder, aplicado en la estabilización en 1956, pero no sin antes contar con recursos de financiamiento externo.

El ajuste fiscal es necesario con o sin FMI

xi. El desequilibrio fiscal NO está asociado a los gastos corrientes, sino está más relacionado con los gastos de capital (que han sido el motor del modelo) y en especial está correlacionado con el nivel de la inversión pública, **por lo que el ajuste fiscal terminará afectando la inversión pública** y, por tanto, al producto y al empleo.

xii. Cuando se habla en la oposición de reducir el Gasto Fiscal, hay que tener muy en cuenta que el **Gasto Público Social representó en promedio un 55% del Gasto Público Total**. Además, **NO es culpable de la expansión del gasto total**, puesto que su peso aumentó en 3,7 puntos porcentuales (pp), mientras en términos del PIB, en 2,4pp. El aumento se dio en las transferencias directas condicionadas en efectivo, como el Bono Juancito Pinto, Juana Azurduy y la Renta Dignidad, que sumaron en 2023 Bs 5.156 millones, equivalentes a un 1,6% del PIB.

xiii. Con el objetivo de atenuar el ajuste fiscal especialmente por sus efectos en la inversión pública y el gasto social, así como en la pobreza y equidad, se sugiere acotar el déficit fiscal en el Presupuesto General del Estado y en el PFF al **establecer una meta de déficit corriente cero y disminuir el déficit fiscal global de un 10% a un 3,4% PIB**, como también propuso el Dr. Juan Antonio Morales[37], lo que significaría volver al nivel que tuvo en 2014.

xiv. Es claro que reducir o eliminar subvenciones a combustibles equivale a un "**impuesto gasolinario**" y hay varias propuestas de modalidades, como del Dr. Rolando Morales[38], sin embargo, previamente hay que asegurar la disponibilidad y la logística de oferta de combustibles en un marco de credibilidad y de confianza.

xv. En el PFF se debería tener como meta recortar el Crédito Interno del BCB de un 31,5% del PIB en 2023 a un 9,7% del PIB y **fijar un límite explícito a la deuda interna del TGN, de manera de evitar su descontrol** y mantener el nivel de Inversión Pública en torno al 7% del PIB y revisar la destinada a "sectores productivos".

37 Juan Antonio Morales (2024). Crisis económicas en Bolivia. Tierra.
38 Rolando Morales Anaya. Análisis de la crisis y estrategias de recuperación. Conferencia virtual.

xvi. Congelar los préstamos del BCB a empresas estratégicas, que representan el 11,6% del PIB, y delimitar el ámbito de empresas estratégicas al ámbito original del Plan Nacional de Desarrollo 2006-2010.

Un Fondo de Estabilización antes del ajuste cambiario

xvii. Se tiene que hacer un ajuste fiscal y monetario de todas maneras, con FMI o sin FMI, pero **no sin antes de contar con recursos de financiamiento externo.**

xviii. Una opción es contar con la creación de un Fondo de Estabilización cercano a los 4.000 millones de dólares con recursos de diversas fuentes, que abarca desde el FLAR, el FMI, países amigos y otras fuentes multilaterales. Si se cuenta con un Fondo de Estabilización y Reservas o con Financiamiento Externo podría volverse a la situación previa al tipo de cambio fijo de facto, de fines de 2011, al régimen del tipo de cambio deslizante o *crawling peg* no anunciado o el anunciado (que se estaba aplicando en Argentina inicialmente con una tasa de 2% mensual y del 1% en 2025).

xix. **Si no se contare con el FER ni con recursos de financiamiento externo, se tendría que contar con la entrega obligatoria de divisas**, que puede ser del 100% o de otra proporción, mediante la anulación del DS 24756 del 31 de julio de 1997 y mantener la vigencia los artículos 2, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 13, 14, 16, 17, 19, 20 y 22 del DS 21060. Sería el retorno del DS 21060 con honor y gloria.

xx. No se sugiere la libre flotación ni el seguimiento al tipo de cambio paralelo, sin además contar con un fondo efectivo de recursos externos, puesto que generaría un tipo de cambio muy volátil, con fuerte impacto en la inflación debido a un alto coeficiente de transferencia inmediata (pass-through), puesto que el mercado cambiario boliviano es poco profundo y siempre dependió y siguió al tipo de cambio base establecido por el BCB desde 1985. Además, Bolivia tiene una mala experiencia con la flotación del dólar en la época del gobierno del general Torrelio entre el 4 de septiembre de 1981 al 6 de mayo de 1982.

Finalmente, para enfrentar la crítica situación actual se requerirán no sólo de buenas políticas y un acuerdo político consensuado, sino también de la buena suerte con una alineación favorable de los astros.

ACERCA DEL AUTOR

Gabriel Loza Telleria nació a mediados del siglo pasado en La Paz, Bolivia. Economista por formación en la Universidad de Chile y en la Universidad Católica Boliviana y Master en Administración mención Integración Económica, en el Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA) Caracas, Venezuela. Funcionario internacional y Director del Programa de Cooperación a Bolivia de la Junta del Acuerdo de Cartagena, Grupo Andino. Investigador económico durante 10 años en el Banco Central de Bolivia y luego desempeñó funciones como Director de UDAPE (2004-2005), Ministro de Planificación (2007) y Presidente del Banco Central de Bolivia (2008-2010).

Docente académico y autor de libros de economía, entre otros, como Más allá del PIB: el otro desarrollo (2023); el Neoproteccionismo, Trump y Bolivia (2019) y Bolivia Crisis cambiaria y shock externo (2017), editados por Plural y el Modelo de Economía Plural (2013) por Ediciones Vínculos.

Tiene papers en las publicaciones de la CEPAL, CEMLA, BIS y en la del FES. Actualmente colabora en la revista digital Nueva Mirada de Chile.

EDITOR

Friedrich-Ebert-Stiftung en Bolivia
Av. Hernando Siles, esquina calle 14 - Obrajes # 5998

info.bolivia@fes.de
https://bolivia.fes.de/
Facebook: @BoliviaFES
Twitter: @BoliviaFes

Coordinador de Proyectos:
Daniel Agramont Lechín
daniel.agramont@fes.de

Edición:
Hernán Argandoña

Diagramación
Oscar Alejandro De la Reza Arza

Queda terminantemente prohibido el uso comercial de todos los materiales editados y publicados por la Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) sin previa autorización escrita de la misma.

Las opiniones expresadas en esta publicación no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Friedrich-Ebert-Stiftung (FES)

ISBN: 4-2-1187-2025
DL: 978-9917-629-09-2

RESUMEN EJECUTIVO

Dado que en el país no existe un consenso sobre la crítica situación actual que atraviesa la economía boliviana, de sus causas y de las medidas para superarla, el documento tiene por objeto, en primer lugar, proponer un punto de partida mínimo común centrado en el corto plazo y en la caracterización de la crisis económica por la erupción de la crisis cambiaria en 2023, en el contexto de una crónica crisis fiscal, que se arrastra desde 2014, junto con una continua caída de las reservas internacionales, asociada inicialmente a un shock externo de precios, después a un shock interno de caída de la producción y la oferta exportable de hidrocarburos, que derivó en una balanza negativa de combustibles y, finalmente, al cierre del mercado argentino como destino del gas natural boliviano.

En segundo lugar, la idea es discutir la viabilidad de las medidas que actualmente circulan, como el ajuste fiscal y monetario-cambiario y, en tercer lugar, proponer medidas de corto plazo consistentes en la creación de un Fondo de Estabilización y Reservas, junto a un shock de confianza, requisito previo para la aplicación de medidas de ajuste fiscal y otras opciones de política cambiaria.

Al final se presentan las conclusiones y recomendaciones, enfatizando que para enfrentar la crítica situación actual se requerirán no sólo de buenas políticas económicas y un acuerdo político consensuado, sino también de la buena suerte, con una alineación favorable de los astros.

FRIEDRICH EBERT STIFTUNG